全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全球财经证券投资理财精品译丛

“这是一本具有创造力的、充满学术性的优秀图书，它应当被陈列在每一个投资书库中，应当摆放在每一个从业者的书桌上。作者就像一位良医，诊断着每一种病症，然后给出医治良方。”

——曼彻斯特投资公司首席投资顾问

打破神话的投资十诫

（美）埃斯瓦斯·达莫达兰（Aswath Damodaran）著
何 岚／译

Investment Fables



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FT 全球财经证券投资理财精品译丛

"这是一本具有创造力的、充满学术性的优秀图书，它应当被陈列在每一个投资书库中，应当摆放在每一个从业者的书桌上。作者就像一位良医，诊断着每一种病症，然后给出医治良方。"

——曼彻斯特投资公司首席投资顾问

打破神话的投资十诫

(美) 埃斯瓦斯·达莫达兰 (Aswath Damodaran) 著

Investment Fables



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自从金融市场开始形成以来，就一直存在着各种各样的陷阱使投资者落入骗局，遭受损失。本书要帮助每一位投资者学会如何才能产生正面的策略回报，以及该如何谨慎地动用这些策略，从而成为一名乐观的投资者，并最大限度地增加成功几率。

Original English language edition Copyright © 2004 by Prentice-Hall, Inc.,
ISBN 0-13-140312-5.

All rights reserved. No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage retrieval system, without permission from Pearson Education, Inc.

Chinese simplified language edition published by Pearson Education Asia Ltd., and China Machine Press.

本书中文简体字版由 Prentice-Hall，Inc. 授权机械工业出版社独家发行，未经出版社书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

版权所有，侵权必究。

本书版权登记号：图字：01-2005-4344。

本书封面贴有 Pearson Education（培生教育出版集团）激光防伪标签。无标签者不得销售。

图书在版编目(CIP)数据

打破神话的投资十诫/(美)达莫达兰(Damodaran, A.)著；何岚译. - 北京：机械工业出版社，2006.5 （2006.7重印）

（全球财经证券投资理财精品译丛）

书名原文：Investment Fables: Exposing the Mythe of "Can't miss"Investment Strategies

ISBN 7-111-18739-3

Ⅰ.打… Ⅱ.①达… ②何… Ⅲ.证券投资 Ⅳ.F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 024221 号

机械工业出版社(北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)
责任编辑:徐 井
责任印制:李 妍
保定市印刷厂印刷
2006年7月第1版第2次印刷
169mm×239mm · 12.625印张 · 410千字
5001—8000册
定价:39. 80元
凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
本社购书热线电话(010)68326294
编辑热线(010)88379001
封面无防伪标均为盗版

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自从金融市场开始形成以来，就一直存在着各种各样的陷阱使投资者落入骗局，遭受损失。本书要帮助每一位投资者学会如何才能产生正面的策略回报，以及该如何谨慎地运用这些策略，从而成为一名乐观的投资者，并最大程度地增加成功几率。



作者简介

■ 埃斯瓦斯·达莫达兰是纽约大学斯特恩商学院金融学教授，他为MBA学生讲授《公司理财》和《证券估值》课程。他在该领域著述颇丰，在诸如《金融与定量分析月刊》、《金融月刊》、《金融经济学月刊》以及《金融研究评论》等顶尖的刊物上都发表过文章。达莫达兰的其他著作包括：《估值的阴暗面》、《投资管理》（合著）以及另外两本关于公司理财的书籍。

作者于1988、1991、1992、1999和2001年分别获得斯特恩商学院优秀教学奖。1994年，他被《商业周刊》评为美国12名最优秀的商学院教授之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球财经证券投资理财精品译丛

《高明的波段交易师：发现并利用优秀短线交易机会获利的工具和技术》

《打破神话的投资十诫》

《资产分配：投资者如何平衡金融风险》

《巴菲特的真实故事（2005）》

《实现财务自由的安全策略》

《约翰·伯格论投资：投资者的最初50年》

《房地产投资商融资秘诀》

《房地产投资模式——低价买进，明智出租，高价卖出》

《投资止赎房产赚大钱》

《百万富翁房地产经纪人》

《如何快速成为房地产百万富翁》

世界著名教材系列丛书

《态度决定命运：人际关系初级读本》

《管理者生存必备：迈向管理之路的第一步》

《电信运作教程：IT从业者案头必备技术宝典》

中国与世界500强企业发展研究基金会筹委会
东方强势企业发展研究中心
组织策划

责任编辑：徐 井
咨询电话：010-88379707
xujing_124@yahoo.com.cn
封面设计：任燕飞设计室/51507956

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



译 者 序

这个世界不缺乏权威，但缺乏挑战权威的勇气；这个世界充斥着神话，却极少有看穿神话的慧眼。

在乱花渐欲迷人眼的概念炒作中，在舌灿莲花的黑嘴蛊惑下，多数小投资者茫然无所适从。教科书中的经典理论和形形色色的投资大师的谈经论道似乎都收效甚微，因为他们都有意无意地对投资理论或者策略的局限性避而不谈。没有一种策略是万能的，而且某些策略甚至是互相矛盾和抵触的，究竟是否存在更具有可操作性的投资理念呢？

在本书中，作者没有试图传授“只赚不赔”的宝典或者铁律——实际上，这正是他试图戳穿的富有蛊惑力的谎言——而是给出了如何减少或者避免错误的建议。先立于不败，然后再求胜，无疑是小投资者的最佳选择。

翻译这本书的过程，对我而言，是一次愉快的精神旅行。作为美国12位最优秀的MBA教授之一，作者以其敏锐的洞察力和丰富的实践经验，如良医一般，以望闻问切之术，举凡多发之疾，施以药石，使人如拨云见日，茅塞顿开。希望这成为读者与我的共同体验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



序　言
投资神话：关于股票的谎言

作为投资者，你一直在接收着投资经纪人、朋友和投资顾问向你推销股票的极力游说，他们声称会带给你可观的回报。他们所描述的这些故事不仅听起来理由充分并极具说服力，而且他们还举出了各种各样的证据——有些是经验证据，还有些则是统计数字——这些无非是为了想证明他们的投资策略的确有效。然而，当你将这些策略运用到你的投资上时，你会发现，它们很少能实现其账面上的成功。大部分情况下，你最终会由于经验不足而带着失败后的满腔悔恨，信誓旦旦地告诉自己绝不会再受这些故事的诱惑。而通常地，你很可能会忘掉从过去的错误中学到的经验，而再次成为另一个股票故事的牺牲品。

市场里流传着数以百计能赢得市场的投资方案，它们有着各种各样不同的基本主题，这些主题自有股票买卖开始就已经存在了。这些广泛的主题经过修改并被赋予新的名字后，会被股票推销人员以全新的不同投资策略推销给新一代的投资者。在这些故事里，一定存在着某些能够打动投资者本能及人性弱点的东西——贪婪、恐惧、自大等等——使得它们能经久不衰地延续下去。本书探索的是这些故事里能打动人的地方，为什么那么多的投资者受其迷惑而导致最终的失败，以及他们要是想取得成功又需要些什么条件。

就像你将会看到的那样，在每个故事里都会有一个事实作为核心使得它看起来真实可信，而且它们往往还有一个金融理论作为根据，使得其支持者能声称拥有实在的理论依据。每个章节一开始先会检验每个投资故事基本原理以及证明这个原理能够被采纳的理论。为什么要费神去检验这些理论？因为通过理论的检验，能够让你清晰了解到每个故事运作的依据，不仅如此，它还能帮助你找到每个故事潜在的缺陷。

如果你曾经听说过这些投资故事中的某一个，你可能也会听过其相关的证明研究，而且还被提供了能够证明它们的效用的证据。根据所给的资料，你不会感到惊讶的是，你所获得的大部分研究只告诉了你事实的一部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分而不是全部。就像你将会在书里看到的，每个投资策略都曾经在某个时期在某些股票上取得了成功，但是我们必须评估它们是否能在较长的时期对较大范围的股票板块都能发挥功效，这样才算是全面考察。所以，你将会看到对现存的观察证据所作的考查，包括了从支持者和质疑者的角度出发，对每一个策略及其潜在的问题的分析。

在投资策略上，投资者还受到一个问题的困扰，那就是，采用了某个策略将意味着怎样的投资选择。如果你采用了一个买进低市盈率股票的策略，你必须判断怎样才算是“低”市盈率以及什么类型的股票会具有低市盈率。如果你认为你最好投资小型公司，那么你必须确定要如何去衡量公司的规模——销售额、市价总值等等以及怎样的水平才算是小型企业。你可能会获得一些经验法则，如市盈率低到8是低价的，或者市价总值低于1亿美元的公司是小型的，但是这些法则会因市场随着时间的变动而变得危险不可靠。为了提供一个参考标准，本书检测了不同衡量标准（市盈率、股价与账面价值比率以及市价总值等等）在不同市场里的分布情况。这些应该可以让你对不同市场上的差异有一定的概念，从而得出你投资组合的判断标准。

对所有的策略的最好的检验方法就是将它应用到市场上，然后对这种策略推出的最终投资组合进行仔细研究。本书尝试对每一个考查的策略进行这种检验，接下来你就可以问问自己对组合里的各支股票进行投资是否让你觉得安心。如果答案是否定的，那么这就是一个明显的警告信号，说明这个策略可能不适合你。如果你是个谨慎的投资者，对这个组合再进一步分析可以帮助你了解到这个策略的不足之处，从而可以考查该如何减少它们可能造成的损失。

需要强调一下本书的内容以及本书所不涉及的内容。它不是要宣传或者揭穿投资策略，虽然有许多分析家和经纪人都是在宣传那些投资策略而且也有很多反对者却是致力于揭穿它们的。本书只是提供了每个策略的全面信息，以供你自行判断哪些是有效的、哪些是无效的。本书并不是要回答每一个曾被问过的投资问题；没有任何人可以有如此的远见来作出所有的回答。不过，本书给予你一定的指引，帮助你在遇到这些策略的推广者时可以提出合适的问题。本书不适合那些认为择股投资是无用操作的悲观主义者，它适合那些想要学会如何能产生正面的策略回报以及该如何谨慎地运用这些策略的乐观投资者。本书也不是要告诉你在投资时什么是不能做的及什么是不该做的，它只是告诉你作为投资者你能够且应该去做些什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么以增加你成功的几率。

自从金融市场开始形成以来，就一直存在着各种各样的假冒内行的人和骗子来诱骗投资者走进他们的致富骗局中，并最终使得投资者遭受亏损。面对这些失败恶果，许多投资者经常想从法律和政府那里寻求保护。其实，对付那些向你灌输“玩股票不亏”、“你能一夜致富”等骗局的最好的解毒法就是做一个不轻易相信他人的经验老道的投资者。我希望通过本书，能帮助你成为这样一位不受蒙骗的聪明投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

译者序

序言 投资神话:关于股票的谎言

第1章 导言 / 1

第2章 高股息的股票不等于价格上涨的债券 / 13

第3章 这股票太低价了：低市盈率的故事 / 44

第4章 当股票交易价格低于账面价值 / 74

第5章 好的投资：稳定的收入 VS 利益险中求 / 100

第6章 寻找绩优企业：绩优企业就是可靠的投资对象吗 / 128

第7章 增长型股票的故事 / 154

第8章 最糟糕的还在后头：逆向投资的故事 / 181

第9章 下一件要事：新兴行业和朝阳企业 / 204

第10章 合并和回馈：收购公司 / 241

第11章 无可置疑的事：零风险和稳当利润 / 269

第12章 都是正面的：动量的故事 / 298

第13章 追随专家的指引 / 332

第14章 从长远来看：关于市场的神话 / 359

第15章 投资十诫 / 391

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第1章 导　言

投资充满了许多传奇故事，这些投资故事虽然听起来都十分美好，但却经不起仔细推敲。让我们看看下面一些例子：只要购买优绩公司的股票回报就会随之而来；在坏消息出来后购买；在利好消息出来后购买；股票投资长远来看总是会盈利的；跟随内部人员操作；购买股息高的股票；购买那些下跌最深的股票；跟进那些攀升最多的股票等等。这些故事之所以这么吸引人，是因为每一个故事里都具有一定的理据，但却没有一个是可以简单地生搬硬套的。在本书里你会检验到这些以及其他一些投资推销故事，权衡其潜在的弊端，并学会如何对其作出相应的调整，以减少亏损风险。

投资故事的威力

相比起图表和数字，人们更容易被美好的故事所影响。对投资者来说最有效的推销方式就是讲述一个用许多轶事作论据而让人无法拒绝的投资故事。但是，是什么原因使得这些故事一开始就这么让人无法拒绝？投资故事之所以这么让人信服，不仅仅是因为它们听起来很有趣，而且它们还都利用了一些共同的因素：

- 许多好的投资故事都迎合了人们的本性，不管是贪婪、希望、害怕或是忌妒。事实上，成功的投资推销员和失败者之间的区别就是他们所具有的那种充分利用投资者弱点来编造出一些有针对性故事的那种不可思议的能力。
- 好的投资故事也是有证据作支持的，至少像讲故事的人所陈述的一样。然而，就像你会在本书里看到的，这些证据也许只能对故事作出部分的解释，而更多被说成是对策略成效不容置疑的证据却在进一步的检测下变得不堪一击。

在接下来的每一章里，你会看到书里列出的故事能引起投资者共鸣的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本原理。当你阅读时，你必定会对其中一些故事有印象，因为你已经从你的经纪人、投资顾问或是你的邻居那里听说过了。

投资故事的分类

投资故事的形式多样。有些故事是专为吸引那些厌恶风险的投资者所设计的，他们通常会提到用较低风险的方式去投资证券。有些是面向那些想急速致富的风险追求者；这些故事着重强调潜在的上涨趋势而极少提及风险。还有一些是专门为了那些以为凭借其过人智慧或是比别人准备更为充分就可以空手套白狼的人而设计的。最后，另外还有一些是针对那些相信自已最终总能获利的乐观主义者设计的故事。在这一节，你将会对这些故事有一个初步的了解，而在后面的章节里我们会对它们作出深入的探讨。

针对风险趋避者的投资故事

有些投资者天生就不喜欢冒险，有些则是因为环境影响而变得厌恶风险，比如说工作没保障或是即将要退休都会使人更担心失去金钱。而其他一些投资者是曾经经历过长期空头市场后被惊吓成保守派的。然而不管是什么原因致使他们成为风险趋避者，对这些人的最受用的投资故事就是既保证能获得比他们当前采用平稳投资要高出许多的利润回报，同时又强调其低风险水平的投资策略。

高股利股票。比起股票的高风险，风险趋避者通常更喜欢投资政府或是业绩优良的公司债券。他们觉得债券比较保险，因为他们知道当持有这些债券时他们能指望以票息的方式获得收益，而投资的本金却不会发生变动。要吸引这类投资者入市证券市场，你就必须尽量提供他们同等的收益和安全感，并且对于他们额外承担的风险也要给予相应的回报。股息分红比较高的股票能够吸引风险趋避者，因为它们价格升值所产生的额外红利使得它们的投资收益和公债相类似。某些证券的股息比稳妥型债券赚得的息票还要高，而当投资证券的本金并不能像投资债券的本金那样受到保障时，假若该企业资产充足且能支付高额的股息，那么其投资风险就能得到相应的缓解。

低市盈率股票。以低收益倍数成交的股票历来被看作是既廉价又平稳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股本投资。也许你能明白一支以5倍盈余成交的股票为什么会被认为是廉价，但是为什么它会被归类为平稳呢？其前提的假设是，这家企业会长期持续获得这样的收益，而这种盈利能力将会为公司价值提供了一个基础。事实上，有一些像本·格雷厄姆（Ben Graham）这样的价值投资者，长期以来一直认为购买较低市盈率的股票是一种低风险高回报的投资策略。对于那些在意股本风险的投资者，这种策略似乎能为他们提供一种低风险的入市方式。

以低于账面价值成交的股票。在廉价股票群中和低市盈率股票比较相似的是以低于账面价值成交的股票。对部分投资者来说，股票的账面价值并不仅仅是会计师核算企业产值的一种衡量标准，它还是由投资者设定、并受其追随者影响的一种比市场价值更为可靠的计量股票价值的度量手段。因此，一支以低于账面价值成交的股票会被认为是其价值被低估了。对于一些认为账面价值等同于清算价值的风险趋避者投资者来说，低于账面价值成交的股票也就有了额外的保险。假如股票的价格真上不去，企业也将有能力清算其资产并且以（相对高的）账面价值来结算。

盈余稳定的公司。对于许多投资者，投资公司股本的风险是与公司将来的赚钱能力的不确定性联系在一起的。就算是运营得最好的公司，其盈余也会是不稳定且不可预测的。因此，如果你能找到一家盈余稳定且可预测的公司来进行投资，那么，你实质上就等于同时获得了股权带来的利润以及与债券投资相似的相对稳定性。公司为何能稳定地获得这样的盈余呢？公司可以向多种行业或多个国家多元化跨地域地发展，使其成为联合企业或是跨国公司，通过这样地方式达到该效果；如此，某一种行业或是某个国家的经济萧条将会被其他行业或其他国家的繁盛所弥补，从而使得公司随着时间发展一直保持较为稳定的盈余。它还可以吸引不少现今金融市场可利用的多种金融产品——期货、期权以及其他衍生产品——利用它们来保障公司因利率、货币或是商品价格所承担的风险，从而使得公司盈余更容易预测。以其最无益的形式来看，盈余稳定性是用会计花招和戏法所打造出来的纯粹修饰品。

针对风险爱好者的投资故事

在活跃市场里，投资者经常愿意冒风险，希望能因此获得高额收益作为回报。毫无意外地，他们对那些像债券般的股票并不感兴趣。相反地，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们想要寻找那些能提供最高潜在上涨空间的公司，尽管它们大都涉及较高的风险。对这类人最有效的投资故事就是那些一面强调风险却又一面把风险说成是大赚一笔的诱人机会（获利风险）而不是危险（亏损风险）。

优绩公司。人们会对你说，买进优绩企业的股票，那么钱就会随之而来。然而，优绩到底该如何定义，每个投资者或是不同的投资刊物都会有其不同的看法，大多数对优绩公司的定义都是围绕着金融标准来确定的。那些有着高额会计回报率并且在过去为其股东谋得不错利益的公司通常都配得上这一称号。在近些年来，关于优绩公司的一个更为广泛的定义还将社会福利机构也纳入该分类中。一家优绩的公司，更为广义地说，指的是同时为其股东、职工、客户和社会带来利益。投资这种公司的基本原理，就是这些公司的上级管理层会寻找途径把危机转化为机会，创造双重好处——高回报和低风险。

增长股票。若你把钱投进市场里那些高收入增长的公司，那相当于在最可能获得几何级数利润（或亏损）的市场区域中进行投资。虽然增长股票的分红不多，并通常会以较高的盈余倍数交易，而且比较冒险，然而，所有这些并没有使风险爱好者感到担忧。他们购买股票是为了升值而不是为了股息分红，而且他们认为随着时间增长，当盈余增长时，股票的高盈利倍数只会转化成更高的价格。若是被问到，如果公司增长并没有获得实现那该怎么办？这些投资者会回应说，他们有足够能力挑选出合适的公司，即那些已经掌握了使公司长期稳定增长良方的公司。

输家股票。在稍早前的时期里已出现戏剧性下滑的股票，给那些风险爱好者提供了一个有趣的投资机会。虽然这类公司通常都存在一些严重的问题——也许是管理不当，也许是负债过多，或是出现了战略性错误——投资这类股票的理据通常是说它们已下滑了这么大的幅度，应该是不能再继续下滑了。风险爱好者们相信市场对利空消息反应过度从而导致股价下降太大，他们买进这些股票，就是希望股票价格能反弹回来。

潜在的廉价股票。对那些想买廉价股票的投机商来说，最适合购买的股票就是那些很少被投资者关注到的股票。在像美国这样的证券交易市场里，有着上千名专业短期证券经纪人和分析师在追踪着不同的股票，这样说也许有点苛刻，但是仍有上千支小公司的股票是没有被分析人员追踪或是被机构所持有的。由于每年都有许多新股上市，因此这些被忽略股票的队伍则是越来越壮大。要赶在别人之前发掘出下一个像微软或是思科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Cisco) 这样的快速增长的公司的这种想法，驱使了大量的风险爱好者投入到这些股盘较少且较少追随者的市场区域里去搜掠那些新兴的、有发展势头的公司。事实上，一些可支配较多资金的投资者，企图以风险投资家或私人股本投资者的身份更早地进入较小型的私人企业。

针对贪婪者的投资故事

在所有人类恶习的排名表里，贪婪通常都是位居前列的。贪婪一直都备受哲学家和神父们的猛烈抨击，但它却是驱动金融市场的原动力。若投资者不贪求更高的回报，市场对股票的需求将变得十分有限。毫无意外地，那些推销投资故事的经纪人也早已认识到，只要能稍微激起投资者的贪婪之心就能成功吸引他们的兴趣。这些针对贪婪本性的投资故事有一个共同的主题：它们会让你相信你能够无本生利。

坐上赚钱的快速列车。从长远来说，增长公司具有不错的投资价值，但是它们要从小公司发展壮大通常需要一个比较漫长的时期。在那些缺乏耐性、喜欢即时资本结算的投资者看来，这种等待会是没完没了的。一些企业通过收购同行或是其他行业的公司来达到积累增长的目的。为了加速这一积累进程，它们以发行新股的方式来支付收购所需的花费。投资者之所以被这些公司吸引主要有两个原因：首先，它们通常在任何市场里都具有很高的新闻价值——并购总是能够吸引新闻界的瞩目；其次，收购记账的限制一般会使这些企业看起来领先于其同级的企业——事实上，如果选择了合适的会计处理方式，这种增长看起来几乎是不费成本的。在这样的收购游戏中，投资者分成了两派玩家，其中一些买进收购公司的股票，期望通过它们的增长而得到一个较高的回报，另一些则试图寻找那些可能成为被收购目标的公司进行投资，期望在收购时能赚得一份溢价利润。

没有现金支付、无风险却利润高。每一个投资者在寻找投资产品时都梦想能获得所谓的免费午餐：一项既没有风险回报又很高的投资（至少应获得像政府公债那样的无风险投资产品的回报）。要出现这种“套利”机会，你必须找到两份同样的资产，这两份资产必须是市场对它们无法一致定价、但随着时间的发展它们的价格却能保证会达到一致。毫无疑问，这些纯套利的机会是很罕见的，它们比较可能会在期货和期权市场出现。即使是在那些市场里，一般也仅有少数一些交易费低且有较高执行能力的投资者才能碰到这种机会。相比纯套利，你更可能碰到准套利机会，即两份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并不十分等价的、以不同价格交易的资产；或是投机套利，它比套利更近似于投机买卖。由于没有办法保证其价格一定能趋于等价，这些投资，就算是对那些最老练的投资者来说，仍然具有一定的风险，而若投资者有相当一部分资本是靠借贷获得的，那这个风险就变得更为严重。

随着大流走：动量策略。一些投资者认为，低风险且高回报的投资策略就是去凑凑热闹买进那些正在上涨中的股票。这种策略里暗含了一个假设，那就是股票价格里有一明显的动量趋势：上涨的股票将会持续上升，而下跌的股票则将持续下滑。图表制作分析家和技术分析家运用一组组的图表曲线——趋势直线、支撑线和阻力线——来解译它的涨跌趋势，以便能提前发现趋势的转变。尽管这种动量趋势能为你带来盈利，但也可能会转瞬间就变得对你不利。在最近这些年来，针对这种势头研究的投资者已经把成交量的数据也加入到他们的分析中。一支股票成交量的巨额上涨，同时伴有价格及数量上的增长动量，那么这种股票会比那些虽然上涨但成交量低的股票要更值得投资。

针对心怀希望投资者的投资故事

不管他们过去的投资决策有多么差劲，有些投资者似乎总是能非常轻易地忘记过去并努力尝试去寻找能胜过一般投资者的投资之道。一部分人希望借着发现和追随合适投资专家的选股建议来获得成功。对于另一部分人，他们的期望则是来源于一种类似宗教般的信仰，即股票在长远来看必会获利，只要有耐性就能成功。

追随专家投资。在财经市场里，不管是自封的还是其他，总是不会缺少各类的专家。市场里有些证券研究分析家，不断吹嘘他们掌握信息的非凡门路和运用信息的出众技巧，并为买进或卖出哪支股票作出推荐。他们在企业里有一些知道内幕的人，从首席执行官到董事会成员都可能有，这些人在公众面前扮演着啦啦队队长的角色，但他们对我们所说的和他们在买卖这些股票时所持的真实看法有着天壤之别。市场里还有许多证券报刊和咨询机构，多得难以计数，他们都声称已发现了选股的秘密公式。对一些被各种相互矛盾的众多证券及市场的看法弄晕了头的投资者来说，这些专家们担负起了选择合适股票的重任从而免除了他们的烦恼，因此受到了投资者们的欢迎。

股票投资长期来看总是会盈利的。证券市场也许会经历一年或是一连

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几年的低潮，但是在长远来说证券最终总是能获利的，这种观念在美国几乎已经成为了通用的至理名言。人们会说，在市场历史里随意找出的一段10年期里，证券投资的表现要比政府公债或汇票还要出色。如果你根据这种理由买进证券并具有这样的长远眼光，你可能会把所有钱都投入证券市场，因为它们在较长时期里比起其他较低风险的投资替代品能带来更多利益。当然，如果你能避过萧条的年份而仅在经济景气的时期进行投资，那么你就能增大投资回报。不管是超级杯赛（Super Bowl）的冠军属于谁还是利率级别，有许许多多的指标都声称能告诉你何时应该买进或是卖出。正确预测市场时机的回报是那么的丰厚以至于每一个投资股票市场的投资者、个体或机构投资者，都曾经尝试过市场择时操作。

解析投资故事

本书里提到的每一个投资故事都已经存在了数十年。其中每一个故事都有其精髓在内。比如说，像买入较低市盈率股票这一策略，他们会说，这种股票较其他股票更有希望以相对较低的价格成交。对此，投资者们觉得有道理，不仅仅是凭直觉，而且也是因为通常会有不少的事实证据能支持这一说法。就以过去这70年为例，一系列低市盈率的股票比许多高市盈率股票的表现更为优异，每年几乎高出7%。倘若人们对这些观点的争论让你觉得困惑，那么最重要的一点是，你要将每一个故事拆分开来，分别对其优势、劣势进行条理化的分析。在这一节里，我们会把在后面章节里将会运用到对于每个故事进行分析处理的各个步骤，在这里罗列出来。

理论基础：解析出故事的事实核心

大部分投资故事推销者都不把理论研究家放在眼里。他们认为理论仅适合于那些住在象牙塔里、从不以作投资决定来谋生的学者，是供他们作学术探讨用的。而讽刺的是，每一个经过时间考验的投资故事之所以能沿袭下来就是因为它们都是以金融理论为基础而建立起来的。毕竟，为何以低市盈率成交的股票会是廉价的而管理良好的公司则为何应该以较高的价格成交，这些你都可以用估价模型来阐明。

本书会以审查每个故事的理论基础作为故事分析的第一步。例如，你如果以过去升幅最大的股票更有可能会持续攀升——典型的动量故事——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为你的销售策略，那么为了使这一说法得以成立，对于投资者和市场来说，你将要做出哪一类的假设呢？理解故事的内在理论基础之所以有价值，其原因有三：

- 即使你以为已经找到了最佳的投资策略，你也会对策略的运作原理感到好奇；它使你能根据环境的改变而适时地对策略作出修改和调整。例如，若你认为股票所表现出的价格趋势是因投资者对新信息的掌握相对较慢所致，那么你就需要修改你的策略以反映出现今的投资者获取信息的速度较 10 年或更早以前要迅速了许多。
- 没有哪条投资策略是可以管用一辈子的。对投资理论的理解能帮助你确定策略在哪个时期会更为有效而在何时使用则会失败。例如，若你把高股息的那些股票看作是与公债有着同等吸引力的投资替代品，那么在公债利息较低的时期，这些股票的吸引力则更为凸显。
- 每一种投资策略都有其不足之处。从理论入手进行操作，你能识别出作为投资者的你对于每个投资故事所最需要注意的问题以及对于这些方面有哪些是你有把握能掌控的。例如，若利用估价模型来评估市盈率，则会使你在投资低市盈率的股票时需要考虑两方面情况：他们在盈利上未必会出现很高的增长而且他们的风险也许会非常高。

若你不需要定量分析，那么无疑解析这个故事所需的理论将会是非常简单的。

查看证据：了解全局

在金融市场里你可以找到那些可以追溯一个世纪前的巨量的数据信息，这对投资者来说是天赐恩惠也可以说是致命毒药。一方面，能够获得这些数据让你可以随意去检测任何一个投资建议。另一方面，若你打算把某个观点付诸实践，比如说高增长的公司比低增长的公司更值得投资，你可以在市场里的某段历史时期里找到一些股票作为论据来支持这种观点。假设几乎所有的不管是支持或是反对投资策略的证据都存在着一定的偏差，在本书的每一章里，我们企图：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 考查在进行长期投资时，每个策略在不同行业板块间的可行性如何。你要查看的不是某一不定时期的二次抽样的小范围股票，而是在所能获取数据的最长时段内在美国上市的所有股票。因此，为了检验那些以账面价值的折扣价成交的股票随着时间的流逝是否普遍地被当作是成功的投资，你就要考虑，投资者从 1926 年至今对这些具有相同特性的所有股票进行投资所应该获得的回报。正如你会看到的，某些被高度吹捧的策略，在接受如此详细审查时，确实是不堪一击的。
- 查看各分段时期里，投资策略在何时有效，又在何时失误。在本书里的每一个策略，都有其成功的时期，在那段时期里它能为投资者带来可观的回报，同时它也有出现过失败的时期。若你采用了某个投资策略打算买进低市盈率的股票，你会发现这一策略在以前的某些时段里获得的成效比其他时段明显出色很多。若更深入的查看在这些时间段里的市场环境——比如说，利率和国内生产总值的增长——也许能调整策略以使其更为有效。
- 细窥这些策略，以查看这些回报的获取是否有运气的成分在内。有些策略是围绕持有发放变动性股息的股票而建立的，它们在某些年度里表现远优于市场，但在其他年度里则表现的不尽如人意。因此，对于如何理解你分析的最终结果，你必须要小心对待。比方说，若你确实认为在 10 年期里小公司的股票，每年分派的利润平均来说比大公司的要超出 2%，那么这超额的利润回报很有可能是纯粹来自于运气因素。很幸运地，市场里有一些统计方面的测试可帮助你确认到底该策略是否真是凭借运气获利。

最后还要提醒一下的是，在本书里检测的每一个策略在以前都曾被其拥护者和置疑者测试过。尽管这些研究有些已经过期，但是通过查看这些不同的观点，你将对这些策略得到更全面的认识。

数据的处理：建立一个参考标准

投资策略通常是根据经验法则来进行判断的——例如，以 8 倍市盈率的价格会认为是低价的，以低于预期增长率的市盈率交易的股票也是低价的，等等——而这些经验法则对投资者却有着很广泛的吸引力。毕竟，对于超过 7 千多个在美国上市的股票来说，投资者面对的是排山倒海的巨量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信息。这巨大的信息量严重地超出他们的负荷，所以任何能把事情变得简单化的法则都是很受欢迎的。在投资过程中采用经验法则似乎是个不错的选择，但是在使用这些法则的同时也会相应产生一定的代价：

- 一些在市场里衍生出来的经验法则，随着市场环境的改变或是由于所处市场的不同，会很快变得过时。比方说，以低于 8 倍盈余交易的股票被认为是低价的这一法则为例。它在 20 世纪 60 年代刚被提出时也许是合情合理的，而在 1981 年美国有大概半数左右的股票是以低于 8 倍盈余成交的（在这个时候，划分低价的这一界线就显得过于宽松），然而在 1997 年时则仅有不足 10%的股票能达到这一条件（在这一年，该界线则变得过于苛刻）。
- 经验法则无法取代整体的分析。那些以经验法则来替代对整体情况分析的投资者有时会忽略了一些能够利用来完善其策略的有用且重要的信息。

然而，你该如何把那些许多不同股票的相关可用信息加以强化使其变得有利用价值呢？对于每一个投资策略，你将会了解到该策略在本书所写时所处于的这个市场环境里是如何的转变的。比方说，当你在分析一个买进高增长公司股票的策略时，你要注意到利润分配在美国企业间的增长——例如，市场里有多少公司的利润增长已超过 25%，或是基于 20%与 25%之间，等等。由于这些估价毫无疑问地会在未来的年月里不断改变，这数目会不断更新并在本书的网站上为读者提供。

要真正理解一个投资策略或是你是否真要采用它，你还需要考虑由该策略隐现出来的一系列股票组合。对于本书里的每个策略，在进行投资决择时都要把这一点考虑进去。假设，如果你的策略是要投资低市盈率的股票，你就要查看 2002 年底在美国上市的市盈率最低的那 100 支股票组合。这样做最起码有两个原因：

- 跳出观察证据：通过超出观察证据的范围，你将会对策略的优势及劣势都有一个更为全面的理解。例如，你会发现，一家市盈率过低的股票并不是成熟可靠的公司（尽管它的支持者通常会如此声称）而是一家你从未听说过的具有风险性的小型公司。
- 风险测试：要是一个投资策略对你行之有效，你必须对该策略得出的投资组合感到满意。你可以查看每个策略选出的那些认为是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优秀股票的股票清单，以验证你是否对之感到合适。

故事的更多分析：弱点的查究

每一个投资故事都有其强项及弱处。毫无疑问，你会看到这些策略的支持者向你提供的关于这些策略的强项方面的详尽分析，而他们几乎不会向你提起它们的任何不足之处。然而，为了更有效地运用这些投资策略，你除了要知道它们潜在的获利性，还需要清楚认识它们的局限性。

在本书每章的末尾，你会利用这些策略所得出的投资组合来检测它们可能出现的任何问题。例如，考虑低市盈率策略所得出的最低市盈率的100支股票的投资组合。如果你担心的只是低市盈率公司比市场其余公司要更具风险性这一点，那么你可以将较低市盈率股票组合的风险性与市场其余股票进行比较，并且检验如果你打算避开市场中风险最高的那些股票（例如风险系数排市场前25%的股票）那在你的投资组合里将会剔除掉多少支股票。

如果你对一个策略存在多重顾虑而且根据每一项顾虑去剔除组合里的股票，那么你很快会发现你最终组合里将会剩下很少的股票。不过，经过这一过程，你会了解到每个策略是如何分解的。

投资者的教训

如果你从本书中得到的信息使你无法通过任何的策略获得成功，那么本书的目的就没有达到。如果它符合你对风险及投资时限的要求，而且如果你运用得当的话，那么每一个策略都有获得成功的可能。在每章的尾声，都有一小节总结出对于投资者的教训——正面的及负面的教训——它以一系列的甄别限制的方式显示，你可以采用这些甄别条件以提高成功的几率。例如，以一个投资低市盈率公司的策略为例。在陈述了该策略所伴随的危险性——低市盈率公司可能出现无法维持的盈余、低增长率及高风险水平——你会考虑一系列可以用于构建低市盈率投资组合的甄别条件：持续盈余、合理增长率以及有限的风险水平。运用了这些甄别条件而得出的投资组合会在每一章末尾列出。你不应仅考虑它列出的这个投资建议，因为股价及基本因素会随着时间而改变，你应该把它看作是正在进行的投资分析进程，从而你可以在任何时候任何市场里根据这些步骤找出最合适你的股票进行投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结　论

投资故事在金融市场形成时开始出现并且长期以来经久不衰。同样的故事在每一代投资者中循环出现并被它们的支持者修改更新后重新推出。在接下来的章节里检测到的那些故事根据它们对投资者情绪的影响程度进行了分类展示；有些故事针对的是那些比较担忧的投资者（风险趋避者），其他的则是面向那些较有期望的投资者，以及还有些故事是为那些贪婪的投资者而设的。每一章里的检测每个投资故事的步骤也罗列了出来，整个过程从故事本身开始，然后紧接着是理论基础分析及成效证据考查，最后以潜在弱点（及相应的保障措施）的分析作为结尾。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第2章
高股息的股票不等于价格上涨的债券

萨姆的股利损失

很久以前，有一个生活得无忧无虑的退休工人萨姆。身体健壮的萨姆十分喜欢这种无所事事的休闲生活，他惟一感到遗憾的是他把辛苦赚下来的钱都投资在了长期国债上，而每年所获得的回报只有仅仅3%。萨姆有一个朋友叫乔，他很喜欢主动地向别人提供投资建议。某一天，乔建议萨姆把钱从国债上取出来，投资到证券市场里。当萨姆迟疑地表示他不喜欢冒风险并且他需要国债为他带来的现金收入时，乔向他列出了10家支付高股息的公司名单。“购买这些公司的股票，”他说，“那么你就会同时获得两方面的益处：国债的现金收入以及股票的升值潜力。”萨姆接受了他的建议选择了一个股息率为5%的股票组合进行投资，并在短期内获得了一定的回报，这让他感觉十分高兴。

仅仅一年后，麻烦开始出现了，萨姆投资的其中一家公司没有给他分发股息支票。当他拨通该公司电话时，他被告知该公司正面临财务困难而暂停发放股息。这让萨姆觉得十分惊讶，竟然连这些支付了几十年股息的公司也没有法定义务去继续支付股息。同时，萨姆也发现他投资组合里有4家自称是不动产投资信托公司，他并不清楚这类公司是从事何种业务。然而不久后他发现，整个不动产投资信托公司板块在一个星期内下滑了30%，从而拉低了他整个投资组合的回报。尽管他不断地安慰自己说这不过是票面上的损失而自己的股息收入仍将会继续获得，但是他依然觉得十分不安，因为他意识到他现在的储蓄已经比他开始投资证券时减少了很多。最后，萨姆也发现他投资组合里剩余的6家公司所公布的利润在这几个周期里几乎是一点都没有增长。到了第3年末，他的投资组合已经贬值了，并且股息率也下降到2.5%。经过这次损失，萨姆卖掉了所持的股票，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重新把钱投回到国债上。从此，他再也不会听信乔的话了。

这则故事的寓意是：高股息不等同于债券。

若你是一个反对冒险的投资者，你可能会喜欢把资金投资到长期国库券或可靠的公司债券上，而不是投资证券，因为债券会以票息的形式为你带来有保障的收益。与之对应地，你要接受的是债券的增值潜力是十分有限的。债券的价值也许会因为利率的下降而有少许上升，但是你绝大部分的投资所得必定是在债券期限内的以票息的形式所获得的。尽管你很厌恶风险，但当你面对这样一个看起来无法抗拒的理由时——一支分发股息的股票将不亚于分发票息的债券，并且股票还有升值的潜力——你有时候也会抵受不了诱惑去投资证券。在这一章节里，你会研究为何某些股票会支付高股息，而这样的股息是否能与债券的票息相提并论，以及那些潜伏在这种股票里的各种危机。

故事的核心内容

当你买进一支股票，你可能的收益来源有两方面。一个是你所期望该股票随着时间所发放的股息，另一个就是你所期望的股票价值的增长。一般来说，通过投资股票所获得的股息收益通常要比投资等额债券所获得的票息收益要低；从而就产生了债券和股票之间典型的权衡对比。投资债券会获得相对较高的现金收入，但是股本的价格上涨的潜力则相对高很多。债券风险较低，而股本则能带来更高预期的回报。然而，假如能够找到一些发放与债券票息相当的股息的股票时，你又该怎么选择呢？对于那些认为这类股票更值得投资的投资者，他们有以下两种不同的说法：

- 积极派的推销方式——“你占尽了两方面的优势”：在这种情况下，当你买进高股息的股票时，人们会对你说，你将同时获得债券和证券两者的好处。让我们来总结一下这种说法：有些股票会发放相当的股息，并且，在某些情况下，有些股息会比债券的票息还要高。买进了这类股票，你就能指望长期获得相应的股息。如果股票的价格上涨，那就算是额外的奖金。倘若没有溢价，你仍然能获得比债券利息要高的股息回报。事实上，这种说法是由这样一个前提情况所支撑着的——许多支付高额股息的股票都是些潜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在风险较低的、较大型的可靠企业。

- 消极派的推销方式——“稳健型投资”：这种说法在熊市的时期能获得共鸣。当投资者发觉自己的股本组合随着证券市场的下滑而萎缩时，支付高额股息的股票能为他们带来安慰。让我们来归纳一下这种说法：尽管这些股票也许会像其他股票一样在价值上会有所损失，然而持有这些股票的投资者依然能指望收到股息分红。事实上，在危难的时期，各个市场里的资金都会撤离到安全的地方。当它迅速地发现有必要从证券市场向政府公债转移的同时，其同样也会在股本市场里出现投资者从较高风险的股票（高增长但几乎不支付股息的企业）向较低风险股票（支付高额股息的稳定型企业）的转移。

这两种销售方式对那些不仅反对冒险并且指望其投资组合能带来稳定的收益流入的投资者来说很有吸引力。毫无疑问，那些上了年纪的、一般已经退休了的投资者将是它们最佳的支持者。

理论基础：股利和价值

股息支付较高能否使得该企业更值得投资呢？在公司财务理论里，对于这个问题的回答，其反对的程度让人惊讶。在公司财务里，其中一个最广为流传的主张——米勒—莫迪利亚尼法则（Miller-Modigliani theorem）——它认为，股息是中立的，它不能反映收益回报的情况。你也许会感到奇怪，这怎么可能呢？如果一家公司每年发放较多的股息，比方说股票价格的 4%而不是它最近发放的 2%，这样难道不会增加它的总计回报吗？不会，在米勒—莫迪利亚尼法则的世界里是不会增加的。在这世界里，其预期的股票价格的增长将会以和股息增加的同等幅度对应下滑，比方说从 10%下降到 8%，而你的总投资回报仍然维持在 12%。虽然许多人都拥护这一观点，但是也有一些理论家持反对意见，他们认为公司可以利用增加股息的手段向大众表示其对将来的盈利收入很有信心。因此，当股息增加时其股票价格将会上涨而当股息减少时其股票价格则会下降。还有一些人指出，股息使得投资者要支付较高的税金，因此其价值应该降低。所以，股息对价值是增加、减少，还是没有影响，这完全取决于你如何看待以上 3 种观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股息没有影响：米勒—莫迪利亚尼法则

股息没有影响这一论点的基准很简单。支付较多股息的公司，其股票价值的溢价能力将减少，而投资者的最终总投资回报将维持不变。这是因为，一家公司的价值来自其所进行的投资行为——比如，投资工厂、设备和其他不动产等——以及这些投资所产生的收益回报是多还是少。若一家支付较多股息的公司，能以发行新股的形式增加股本，并使得其所能作的投资与其不发放股息时一样，则该公司的总体价值并没有受到发放股息的政策所影响。毕竟，不管它是否发放高额股息，它所拥有的资本和其所产生的收益是相同的。

作为一位投资者，你若是赞同这一观点，那么就不需要去在意你的投资回报是以股息收益形式还是资本收益形式实现。毕竟，若股息收入征收的税率比资本收益要高，你就会对较高的股息不那么感兴趣了，因为，尽管总收益是一样的，但你却要为较高的股息支付更多的税金。如果说股息真的没有影响，那前提是，要么你不用交税，要么对于股息和资本收益你交的税是一样的。

关于股息不影响价格这一主张的假定条件看上去是那么的苛刻，以至于你也许会不加验证就打算要否决了它——毕竟，要发行新的股票和股息并非不用成本的，而且资本收益和股息的税率在过去从未一致。然而，这也许是错的，因为这一理论对投资者来说并不包含什么有价值的信息：若一家公司进行投资所带来的回报并不理想，那么它就无法以发放较高股息的手段为投资者增加价值。相应地，一家投资得当的公司，就算不发放任何股息，它依然有能力维持其公司的价值。

股息带来负面影响：关于税金的争论

在美国，股息收入一直没有像资本收益那样受到税务局的眷顾。20世纪的大部分时间里，股息一直都被当作普通收入对待，它的税率要比按资本收益税率对待的价格增值收益高出许多。因此，股息支付对投资者来说造成了税金上的损失，从而会使股东的税后收益有所减少。相对于那些不支付股息的公司，股东们应调低公司的股票价格以支付这一款项。在这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种情况下，不管是保留他们原本要支付出去的股息或是重新购入股份，这对公司都有好处。

股息的双重征税——一方面是公司，另一方面是投资者——一直到最近才直接被纳入美国税法里，但这在其他许多国家的处理方式却是各不相同的。在一些国家，例如英国，股息在支付给投资者时所需支付的公司税可以作为投资者的税收抵免。还有其他一些国家，例如德国，以股息的形式支付的那部分收益所征收的税率比重新投资该公司的那部分收益的税率要低。

在 2003 年，股息的税率下调到 15%，这和资本收益的税率是一样的，这对美国的投资者来说，是一个划时代的改变。这是投资者在几乎一个世纪以来首次不用交比资本收益的税率要高的股息税。在你查看后面章节里关于股息支付企业的历史证据时，你应该牢记这一点，它说明了支付高股息的股票赚得的税前收益比支付低股息股票或不支付股息的股票要高。如果这个较高的收益要被投资者用来冲抵其因为股息所带来的税金损失，那么在接下来的几年里这较高的收益将不再存在。另外，那些过去想要避开支付高股息的股票的高税率个体投资者，日后也许会对这类股票感兴趣。

股息带来正面影响：客户和信号的故事

尽管税金方面的不利因素从过去以来一直存在，许多公司仍然继续支付股息，并且投资这些公司的投资者显然很喜欢这样的股息支付。有一些学者和从业者主张股息是正面的，是能够增长公司价值的，他们提出了至少 3 个理由。

- 有些投资者喜欢股息。这类投资者交的税也许不多，也因此不太在意股息在税金方面的不利影响。或者他们可能很需要且重视股息支付带来的现金流。那为什么他们不卖股票来套取他们所需的现金呢？终止小额股权的交易费用和不便以及最小单位股份的出售限制可能会使得较小额股票的出售无法实施。假设有大量的不同类型的个体的和金融机构的投资者投入市场，毋庸置疑，随着时间的流逝，股东们会趋向于投资那些股息政策符合他们喜好的公司。那些不需要靠股息支付带来现金流的高税收阶层的股东们趋向于投资那些支付低股息或是不支付股息的公司。相比之下，那些需要股息支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

付所带来的现金的低税收阶层的股东们通常会投资那些高股息的公司。股东们按各自的喜好选择不同股息政策的公司，股东们的这种分类叫做顾客效应（Clientele Effect），这也许能解释为何有些公司不仅支付股利还要不时地增加股利。

- 市场视股利为信号。金融市场监测着每家公司的一举一动是否对其未来的情况有所预示。当公司公布要更改股利政策时，不管是有意还是无意，它们都是在向市场传递着信息。在增加股利时，公司承诺会在将来长期支付这些股利。他们乐意作这样的承诺，对于投资者来说，这表明公司对创造长期现金流量的能力很有信心。这种正面的信号就会吸引投资者去抬高股票的价格。而减少股利则是种负面信号，主要是因为大部分公司都不愿意削减股利。因此，当一家公司采取这种行为时，市场会把它当作是一种标记，表示这家公司遇到了长期的重大财务困难。因此，这种行为会导致股票价格的下跌。
- 不能把资金托付给某些管理者。并不是所有公司都能作出明智的投资决策或是有着良好的管理。如果一家公司的投资前景不理想并且它的管理人员不被认为是谨慎的管理股东资产的管理者，那么支付股利将会减少他们的可用现金并因此可能会导致投资机会的浪费。

查看证据

在过去这几十年，许多研究员一直在探讨着一个问题，那就是基于公司的股利支付政策来选择购买股票到底是不是一个合适的投资策略。其中一些课题是研究高股息率的股票是否能创造较高的总投资回报这一核心问题。若你认同股利的这一说法，那么你就会期望高股息率的股票也能为你带来高额的回报。有些人则会采取更多的方法去研究那些有着最高股息率的股票。道琼斯犬策略 (Dow Dogs Strategy) 就是其中一个例子，例如你要买进道琼斯 30 (Dow 30) 中的 10 支最高股息率的股票。在最近几年，主张购买股利增长最大（而不是股利最大）的股票的这种策略也是他们测试的内容之一。在这一节里，将会为你介绍与这些策略相关的一些长期实践积累的经验性证据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较高产出的股票能带来更多的回报吗

股息率通常的计算方法是用现行股票价格去除每股的股利。因此，它的定义为：

股息率 = 每股的年度股利 / 现行股票价格

然而，计算每股的年度股利的方法则有所差异，从而导致同一个股票能算出多个不同的股息率。有些人用上一财政年度所支付的股利，有些人用最后 4 个季度所支付的股利，还有些人则用下一财政年度的预期每股股利来进行计算。若较高的股利能使股票更有投资吸引力，较高股息率的股票应该能比较低股息率的股票创造更高的投资收益。

最近这 40 年，研究人员一直尝试要检验高股息率的股票是否就是较好的投资。对这一假设的最简单的测试方式就是根据它们的股息率来建立不同的股票投资组合，然后查看这些投资组合经过一段长时间后的投资回报。在图 2-1 里的平均年度利润——包括价格溢价和股息率——是根据 1952~2001 年的年初股息率来分类的 10 个投资组合所计算出来的。请看一下图表里分出来的这几段时期，你能看到，在 1952~1971 年间，最高股

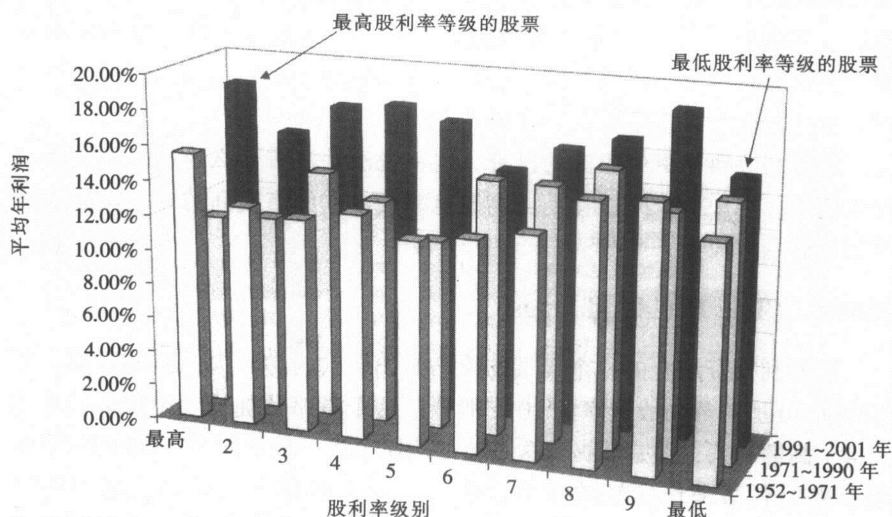


图 2-1　不同股息率等级的利润：1952~2001 年

注：这些股票根据每年年初的股息率进行了分类，并且计算出了下一年度的年利润。本图显示了这一期间的平均年利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息率的投资组合创造的年度利润约是16%，这比最低股息率组合的利润高出约3%。在这期间，创造最低利润的是中等股息率的公司组合。在1971~1990年间，最低股息率的股票创造年度利润比最高股息率的股票还要高。在1991~2001年间，优势又转回到较高股息率的股票上。在这总体时期里，较高股息率的股票产生的年度利润比较低股息率的股票要稍微高一点点。

根据这种优势在不同时期内的转变，你可以得出什么结论呢？首先，你要特别注意其变动性。一个投资高股息率股票的策略在不同的分段时期会产生不一致的结果，它可能在某些时期是有效的，但在其他时期则不然。其次，你可以研究一下高股息率股票表现最好的那些时期，并尝试去找出其中能帮助你调整该策略的共同点。比方说，高股息股票在高通胀及利率增长时期可能表现得更像债券而且出现价值的损失。这也许能解释为何他们在1971~1990年间的表现不如市场的其他股票。

在检测投资高股利股票是否是良好的稳健型投资的测试里，你能发现在熊市期间支付高股利股票比不支付股利的股票是否能支撑的更好。引用一下1927~2001年的数据，最高股息率股票的利润（股息率排于总样本前20%的股票）与最低股息率股票的利润（股息率排于总样本末尾20%的股票）在牛市年度（当市场总利润超过10%时）、在熊市年度（当市场总利润为负值时）以及在一般年度（当市场总利润处于0%~10%之间时）作比较。这些对比结果总结在图2-2里。

高股利股票是更为稳健的投资，这一说法并没有什么论据，尤其是在熊市期间。在1927~2001年间，高股息率股票在熊市期间的表现实际上还不如低股息率股票。

股利犬（The Dividend Dogs）

高股利投资组合的一个极端的策略是投资“道琼斯犬”里的股票，即道琼斯30里的最高股利率的10支股票。这个策略的拥护者声称他们从中获得了高额利润，但是前提为这是与他们原本用于投资道琼斯30的策略所能带来的利润来作比较的结果。例如，一个以这个策略为主题的网站（www.dogsofthedow.com）指出，若你自1973~2002年间投资了道琼斯里最高股利率的那10支股票，那么你就会获得17.7%的年利润回报，这比你投资道琼斯里其他股票所获得的11.9%的回报要高出许多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

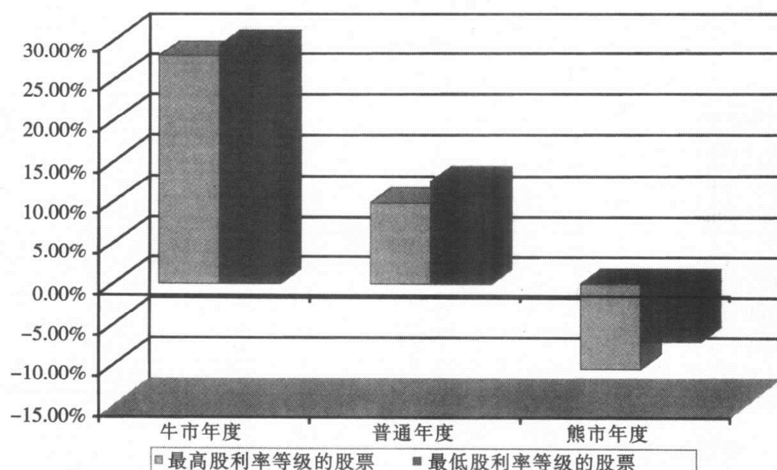


图 2-2 高股利率股票是较稳健的投资吗

注：图里显示了高股利率和低股利率股票在牛市年度（股票上涨超过 10%）、普通年度（股票上涨在 0%~10%之间）以及在熊市年度（该年股票下跌）的平均年度利润。

这个比较不仅仅是过分狭隘——毕竟，有好几千支股票并不在道琼斯的范围里——而且还十分有误导性。许多的道琼斯犬（Dow Dog）股票要比道琼斯 30 的其他股票更有风险，而它们带来的较高利润也仅能冲抵其较高的风险。另外，任何一个在此期间（20 世纪 60 年代和 70 年代）投资了这些股票的投资者应该会面临着由高额股利所导致的实质性的应纳税款。应该不值得惊讶的是，那些关于控制风险差异和税金的影响因素的研究得出的结论是，道琼斯犬股票的出众表现不过是海市蜃楼而已。

也许，策略的最佳测试就是去看看这些依据该策略所选取的股票并问问自己是否对这些股票感到满意。在把道琼斯 30 股票根据股利率分类后，在 2003 年 5 月，在表 2-1 里列出了一些道琼斯犬的名字。

作为一位投资者来思考这一投资组合，你要问自己以下这些问题：

- 你会愿意把你所有的资产都投资到这仅有的 10 支、而且其中有两支还是电信公司的股票里吗？从分散风险和多元化投资的角度来看，这不能算是谨慎的投资决策。
- 为何投资者对这 10 支世界上最受追捧的股票的误估会这么严重呢？换句话说，为何其他投资者不像你这般在这些股票里发现了同样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-1 道琼斯犬（2003 年 5 月）

公 司	股 价（美元）	收 益 率
Altria	42.31	6.05%
General Motors	33.26	6.01%
Eastman Kodak	30.28	5.94%
SBC Communications	25.15	4.49%
JPMorgan Chase	30.9	4.40%
AT&T	19.25	3.90%
DuPont	40.99	3.42%
Honeywell	24.47	3.06%
ExxonMobil	35.98	2.78%
General Electric	27.64	2.75%

投资机会呢？

- 在这列表上的许多股票至少有一个较大的问题会影响它们的投资价值。例如: Altria（以前的 Philip Morris）牵涉有烟草诉讼，而摩根大通（J.P.Morgan Chase）则与安然有法律纠纷。若这些公司的问题最终演变成财务负债，那么他们还会继续支付他们的股利吗？

你也许能得出结论，指出这些公司的回报会值得你去冒这个风险，但是这样的结论不应该在仓促中且没经过详细分析的情况下就贸然决定下来。

股利增长

关于股利故事的另一种不同的版本是，那些股利随着时间增加的股票会被看作是比股利不变的或是股利减少的股票要更值得投资。这一说法已用两种方法检测过。第一种方法研究了公司公布股利的增加或是削减时会对股票价格有何影响。该研究的普遍意见是认为股票价格会随着股利的增加而上涨或随着股利的减少而下滑。图 2-3 反映的是公布了股利增长和减少的公司，其股票价格会有怎样的反映。

当股利被削减，股票价格平均下滑约 4.5%，而公布公司要远多于减少股利的公司。

第二种研究则记录了由股利增长最多的那些公司所组成的投资组合的长期投资收益。这里，它的结论是不一致的。在股利增加所造成的价格的初始震荡之后，有一些证据显示价格的增长在公布之后的几个星期里仍然继续上涨，只是这价格的增长不太大。换句话说，买进最近增加股利的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

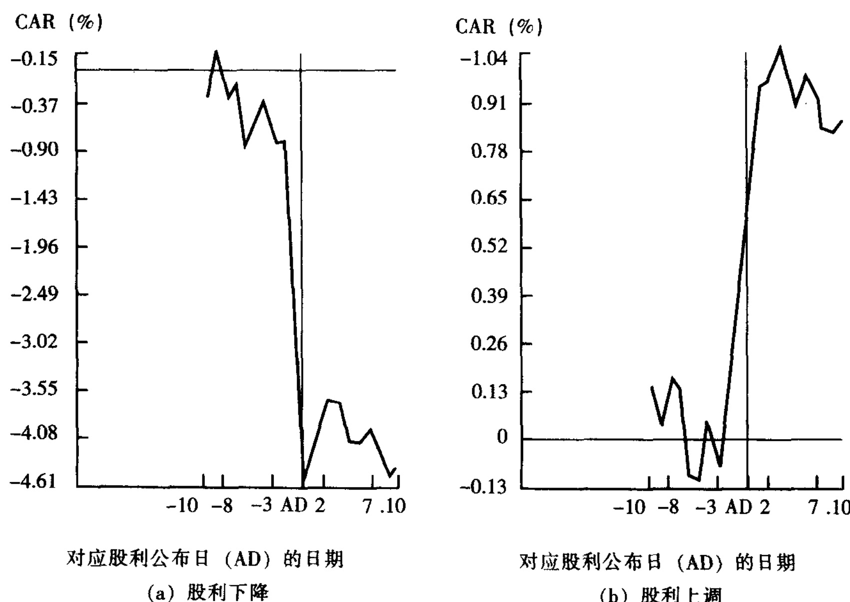


图 2-3 股票价格对于股利变动的反映：美国公司

注：资料研究：Aharony and Swary。在该研究里，他们分析了 20 世纪 70 年代的数百家公司所公布的股利。

票并不会在长期里带来较高的回报。

有一点值得再次强调的是，所有在此章节呈现出来的论据都是以过去一直沿用的税法为前提的。假若像 2003 年那样股利的税率等于资本收益的税率，那么我们就要把这些论据重新查看一遍了。

数据的处理

为了分析，我们暂时接受高股利率股票是值得投资这一说法。在这一节里，首先通过观察美国各家公司的股利率来研究或高或低的股利率是如何构成的，然后再分析整个市场的股利率的改变。接着你会看到对于 2002 年 10 月美国市场里的那些因股利率而被标记为有投资潜力的股票所进行的分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跨企业及跨时期的股利率

一家公司的标准股利率应该是多少，并且随着时间发展它又该如何改变呢？在你思考以股利率为基础的投资策略前，你很有必要先回答这个问题。在图 2–4 里，显示的是 2002 年 10 月美国股市里发放股利公司的股利分发情况。

其首要的而且也许是最值得注意的数据就是那些不支付股利公司的数

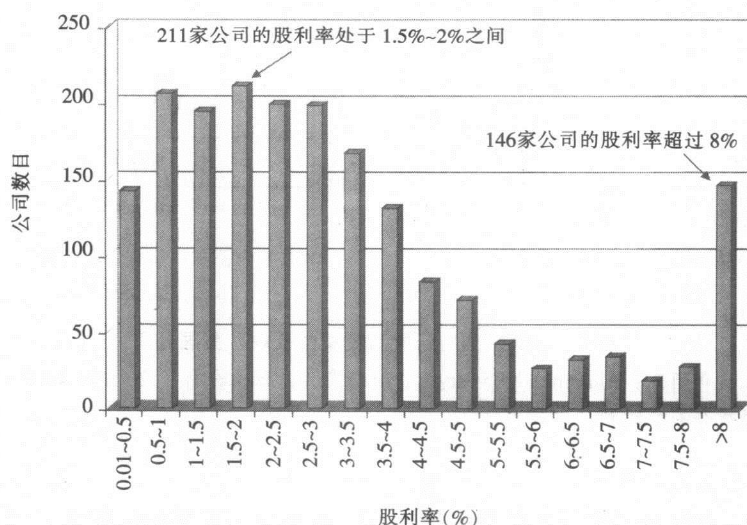


图 2–4 美国不同股票的股利率

注：数据来自于 Value Line（价值线）。每支股票的股利率是以其过去 4 个季度的每股年度股利除以分析时的现行股价而计算得出的。

目。在包含 7 100 家公司的样本里，有 5 173 家公司并没有分发股利。第二个值得关注的是，对于那些分发了股利的公司，它们的股利率有何变动。这么多发放股利的股票，他们的平均股利率大约是 3.32%，这个数字是被一部分发放高额股利率（8%或以上）的公司拉高了的。一个更为有价值的数据是这些支付股利的股票所支付股利率的中位数是 2.54%。

关于美国股票分发的股利一直随着时间在减少这一点已经说得很多了。在图 2–5 里，记录了从 1960~2001 年美国股票的股利率。

美国股票的股利率从 20 世纪 50 年代的 3%~4%下降到 20 世纪 90 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

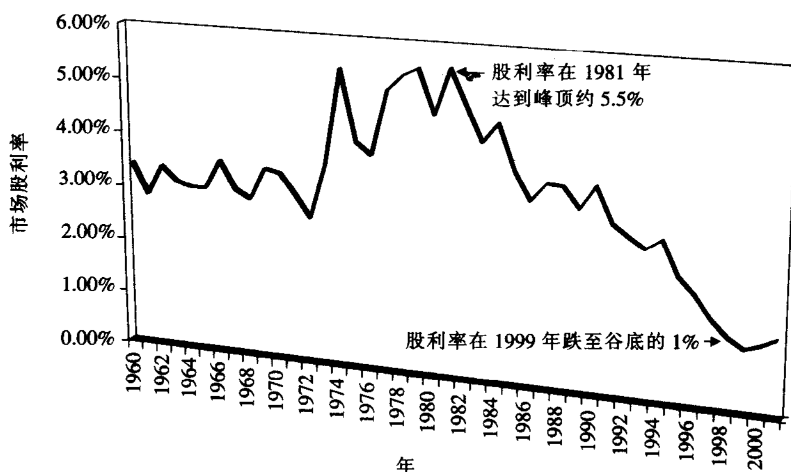


图 2–5 美国的股利率：1960~2001 年

注：数据来自于彭博资讯（Bloomberg）。这显示的是自 1960~2001 年间纵观美国所有股票在每年度末的平均股利率。

代后期的 1%~2%。尽管股票价格自 1999~2002 年间存在下滑，在 2001 年底股利率依然在 1.37%这一低点徘徊。

当你仅仅关注股利时，你会忽略了公司行为的另一个重要方面。在 20 世纪 80~90 年代期间，公司越来越多地以股票回购的方式向股东们返还现金。图 2–6 公布的是自 1989~1998 年美国支付股利的总额和股票回购的总额。

要注意的是，在 1998 年以股票回购的形式所返还的现金与该年所发放的股利几乎一样多。这反映了股票回购在 10 年期间内的剧增，再配合股利率，两者就能结合出一个关于现金向股东回流情况的衡量方法，这比仅考查股利率更能合理地对现金支付率进行评估。

板块间的股利政策差异

在不同板块区域间的股利政策有着明显的差别。例如像银行和公用事业这类板块，一直以来这些企业的惯例做法是发放与收益（股利分派率、股利发放率）及市场价值（股利率）都相对应的高额股利。而对于其他一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

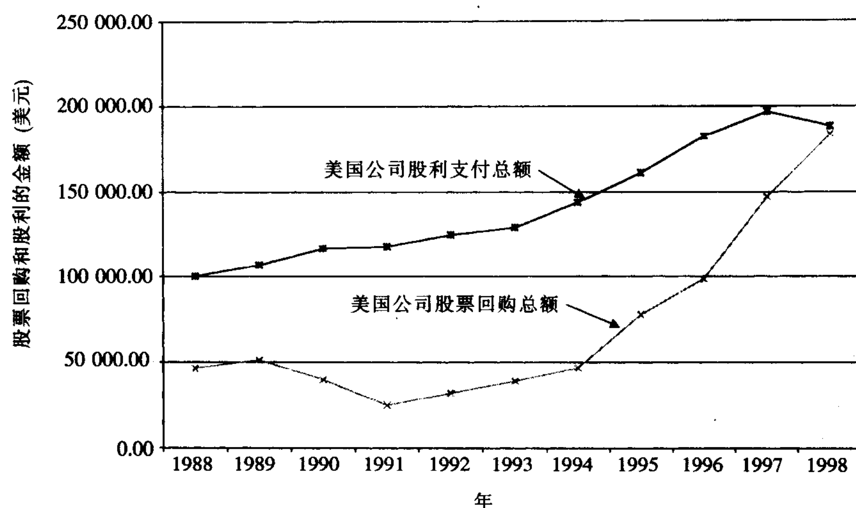


图 2-6 股票回购和股利：美国所有公司的总额：1989~1998 年

注：数据来自于 Compustat。股票回购和股利反映的是横跨所有美国公司的美元价值总额。

些板块，例如科技板块，这些企业传统的做法是支付少额的股利或是干脆不分发股利。在表 2-2 里，列出了在 2002 年 10 月美国最高或最低股利率的五个板块。

表 2-2 股利收益率较高或者较低的行业（2002 年 10 月）

红利支付最低的行业		红利支付最高的行业	
行业	平均收益率	行业	平均收益率
生物技术	0.00%	银行	2.22%
电子商务	0.00%	石油	2.41%
互联网	0.00%	海运	2.61%
半导体	0.00%	水务	2.69%
通信设备	0.00%	基础化工	2.99%
教育服务	0.02%	电力	4.11%
有线电视	0.04%	天然气	4.40%
无线网络	0.06%	烟草	5.48%
信息服务	0.07%	投资公司	6.30%
电脑软件	0.07%	房地产投资信托基金	6.63%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

板块间的股利率差别在两方面看来是非常重要的。首先，股利率的高低要对应其所属板块来确定。因此，股利率为 2%对于电力公司来说是一个低股利率，但对于软件公司来说则是一个相对较高的股利率。其次，选择市场里最高股利率的那些股票会导致该投资组合过于倾向金融服务、公用事业和房地产投资信托等行业的公司。尽管这并不一定不可行，但是投资者在确定其投资组合时必须认识到这一点。

在前文已经提到过，不同股利政策会吸引不同的投资者。毫无意外地，购入支付高股利板块股票的投资者往往认为股利高是正面因素并因而倾向于投资较高股利的公司。而对于那些购买科技股或生化股的投资者就不属于这一类。

为何某些板块的股票支付的股利要比别的板块高？其中部分原因与这些板块的历史有关，而其根本的原因主要是它们股利政策间存在着巨大差异。具有较高增长潜力和不确定收益的板块趋于支付较少的股利，尤其是与市场价格相比较。属于这些板块的公司通常必须把其收益再投资以获得发展，并且对于支付那些也许无法承受的股利他们会十分谨慎。那些有着较为稳定收入而增长潜力较低的板块则趋于支付更多股利。房地产投资信托公司通常比较特殊，因为它们受法令条例规定必须用其收入的 95%来支付股利。

一个高股利股票的投资组合

要理解一个受高股利率驱使的投资组合是怎样的，其最好的方法是先确立一个这样的投资组合然后去分析它的特性。纵观在 2002 年 10 月资料可查的 7 100 家美国公司，你可以整理出一个支付最高股利的 100 家企业的名单。表 2-3 显示了这一投资组合。在讨论过板块间的股利政策的差异后，对于一小部分板块在该表格里所占比例有点过多，这点并不让人奇怪。在该组合里房地产投资信托公司占了 40%，而公用事业（电力和燃气）以及金融服务企业（银行、投资公司和保险公司）分别占了 20%。

另一个值得注意的方面是，这个表格是以股利率来做衡量尺度的。这些股票里有很多股利率超过了 10%。鉴于 2002 年 10 月的长期国库券的利率是 4%而投资等级公司债券的收益率在 5%~6%之间，你可以发现这些股票对于那些追求高现金收益率的投资者来说其吸引力是巨大的。然而值得注意的是，这里的股利指的是在上一会计年度里支付的股利，而这里的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-3 美国收益率最高的股票：2002 年 10 月

公司名称	行业名称	股利收益率(%)	公司名称	行业名称	股利收益率 (%)
Koger Equity Inc	房地产信托投资基金	8.87	AmneriGas Partners	天然气	9.54
Telsp Celular Participacoes	通讯服务	8.91	RFS Hotel Investors	房地产信托投资基金	9.56
Equity Inns Inc	旅馆/游戏	8.92	Sizeler Prop Inv	房地产信托投资基金	9.58
Plains All American PipelineL	油田服务/设备	8.96	Chateau Cmntys Inc	房地产信托投资基金	9.61
Apartment Invt & Mgmt Co	房地产信托投资基金	9.00	Crown American Rlty	房地产信托投资基金	9.61
Arden Rlty Group	房地产信托投资基金	9.02	R.J.Reynolds Tobacco	烟草	9.65
Entertainment Pptys	房地产信托投资基金	9.07	Redwood Trust Inc	房地产信托投资基金	9.71
DNP Select Inc Fund	投资公司	9.08	Heritage Propane	油田服备/设备	9.83
Glenborough Rlty Trust	房地产信托投资基金	9.11	U.S.Restaurant Ppptys	房地产信托投资基金	9.83
National Health Rlty Inc	医疗服务	9.17	Mid–Amer Apt Cmntys	房地产信托投资基金	9.98
Great Northern Iron Ore	钢铁（通用）	9.18	Aberdeen Asia–Pac Fd	投资公司	10.00
EPCOS AG	电子	9.19	San Juan Basin Rlty	天然气	10.00
Ramco–Gershenson Pptys	房地产信托投资基金	9.20	Crescent Real Est	房地产信托投资基金	10.01
National Health Invs Inc	房地产信托投资基金	9.23	JDN Realty Corp	房地产信托投资基金	10.14
Tanger Factory OUtlet	房地产信托投资基金	9.26	Ferrellgas Partners L P	天然气	10.16
Star Financial Inc	房地产信托投资基金	9.27	British Airways ADR	空运	10.22
PICO Hldgs Inc	保险	9.30	Kratmont Realty Trust	房地产信托投资基金	10.32
Town& Ctry Tr	房地产信托投资基金	9.33	CMS Energy Corp	电力（中部）	10.36
Kilroy Rlty Corp	房地产信托投资基金	9.38	TCW Conv.Sec.Fund	投资公司	10.37
AMLI Res.Prop Tr	房地产信托投资基金	9.39	Allied Capital Corp	金融服务	10.39
Great Lakes REIT	房地产信托投资基金	9.39	Plum Creek Timber	纸木产品	10.49
First Indl Rlty Tr Inc	房地产信托投资基金	9.41	Gables Residential Tr	房地产信托投资基金	10.60
Public Serv Enterprise	电力（东部）	9.43	American First Apt Inv L P	投资公司	10.66
OGE Energy	电力（中部）	9.47	Permian Basin Rty Tr	房地产信托投资基金	10.90
New Plan Excel Rlty	房地产信托投资基金	9.49	Summit Pptys Inc	房地产信托投资基金	11.05
Mission West Pptys	房地产信托投资基金	9.51	Gilmcher Tlty Trust	房地产信托投资基金	11.08

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	行业名称	股利收益率(%)	公司名称	行业名称	股利收益率 (%)
Highwood Pptys Inc	房地产信托投资基金	11.25	Cornerstone Realty	房地产信托投资基金	15.09
Nationwide Health Pptys Inc	房地产信托投资基金	11.36	AmeriservFinl Inc	银行	15.25
Alliant Energy	电力（中部）	11.65	Airlese Ltd	运输	15.39
Royce Value Trust	投资公司	11.72	Annaly Mortgage Mgmt.	房地产信托投资基金	16.19
MicroFinancial Inc	金融服务	11.77	Gabelli Equity	投资	16.22
Allegheny Technologies	金属、采矿	11.85	NovaStar Financial	房地产信托投资基金	16.42
Books-A-Million	零售	11.95	Associated Estates	房地产信托投资基金	16.56
Westar Energy	电力（中部）	11.96	NorthWestern Corp	电力（中部）	17.28
Williams Coal Sm Gs	天然气	12.00	Fila Hldgs S P A ADR	制鞋	17.62
Vector Group Ltd	烟草	12.19	Bovar Inc	环境	18.00
Liberty All-Star	投资公司	12.21	Aquila	电力（中部）	19.18
Nordic Amer Tanker Shp	航海	12.39	Terra Nitrogen	化工	19.28
ACM Income Fund	投资	12.48	Scheid Vineyards	食品加工	19.69
ABN Amro Holdings	银行	12.67	Scott’s Liquid Gold Inc	化妆品	20.83
TECO Energy	电力（东部）	12.77	Apex MortgageCapital	金融服务	23.01
AdvancedTobaccoProducts	烟草	12.82	Cookson Group PLC	化工	23.93
Thornburg Mtg	房地产信托投资基金	12.83	General Chem Group	化工（基础）	25.00
Amer Elec Power	电力（中部）	13.06	AES Corp	电力	26.32
Sharp Corportion	电子	13.07	Etz Lavud Ltd	多元化公司	26.32
Post Pptys Inc	房地产信托投资基金	13.12	Capstead Mtg Corp	房地产信托投资基金	29.04
American Cap Strategies	金融服务	13.63	Harbor Global Co LTD	房地产信托投资基金	32.31
MICROWAVE FILTER	电子	13.86	TelefonicadeArgentinaSA	通讯服务	32.56
MFA Mortgage	房地产信托投资基金	14.45	Dynegy Inc ‘A’	天然气	37.04
Knightsbridge Tankers	航海	15.00			

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票价格指的是当期价格。因此这一价格能反映公司的最近资料。假若最近传出关于该公司的不利消息，其价格会下降而股利率也因而变高。对于股利率为20%或更高的股票这种情况尤其明显。因此，投资者在购买这些股票前就需要更为勤快地查看更多相关的新信息。

故事的更多分析

在确定采用一个高股利策略时，你必须考虑3个主要方面。第一个要考虑的是某些高股利率的股票支付的股利也许会比它们所能承受的要超出许多，而其削减股利也只是一个时间问题。其次要考虑的是任何一家把大部分收益用于股利支付的公司，它的收益再投资将减少，因此它预期的未来增长率将会大大降低。因而，为了较高股利率你必须用未来较低的收益增长来做代价。第三点要考虑的是，作为投资者，你也许要为这个策略付出较高的税收代价，因为直到最近为止股利比资本收益要缴纳更高的税金。

无法维持的股利

有些投资者购买高股利股票以替代债券，然而两者其实有着很大的区别。一个传统的债券提供的是一个承诺了的票息；换句话说，当你买进票息率为8%的债券时，发行者按合同规定会每年支付你80美元，直到该债券到期为止。尽管发行者也许会不按契约履行，但是它们不能任意减少这一支付金额。而相反地，公司并不会契约性地承诺要维持或是增加其股利。因此，一家今年支付2%股利的公司可以减少股利甚至于取消股利的支付。对此，投资者可以失望地卖掉股票，但是却不能强迫公司去支付股利。

这对投资者有什么含义呢？一支高股利的股票也许是比较诱人的投资对象，但这仅限于以该公司能维持这一股利作为前提。你怎样能知道公司是否能维持这股利呢？这有3种方法。第一个也是最简单的一个方法就是将股利与最近期的收益相比较，看看股利是否支付的太多。第二个方法对第一个方法做出了修改，它接受了收益是不稳定且易变的这一事实。它将股利支付与标准化的或是长期平均的收益作比较，以得出相似的判断。第三个方法则尝试去确定，假若允许公司因再投资的需要而经常不将全部的收益用作股利支付，在此前提下该公司将会支付多少股利。

与实际的或是标准化盈余作比较。对股利的可维持能力进行评估的第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个而且是最简单的方法是将最近期的股利支付与该时期的收益作比较。这一股利与收益的比率叫做股利发放率。图 2–7 表示的是 2002 年 10 月美

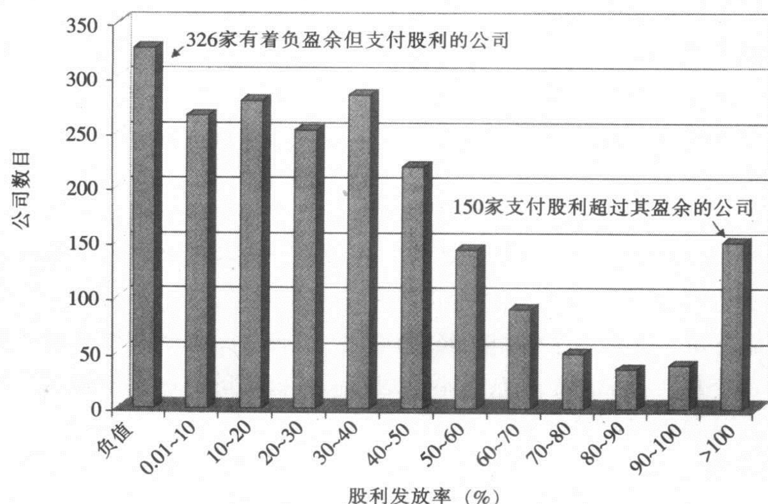


图 2–7 股利发放率：2002 年 10 月的美国股票

注：数据来自于 Value Line。这里的股利发放率指的是股利支付额占净收入的比例。若净收入是负值，则股利发放率将无法计算。

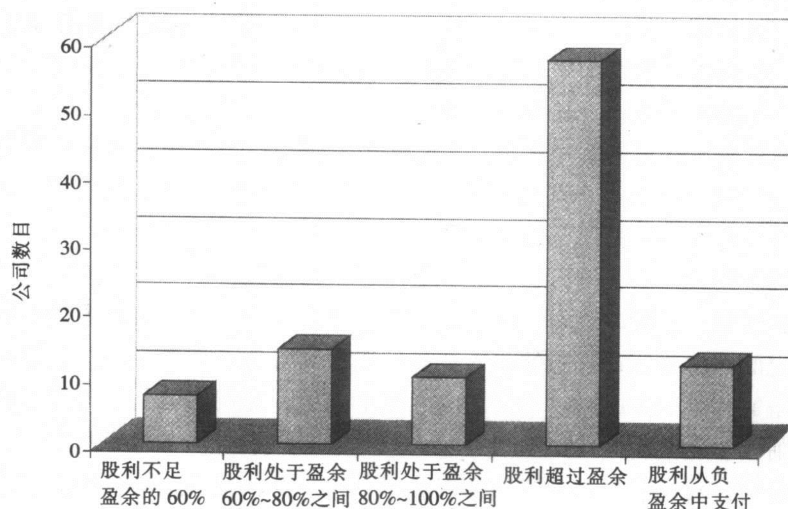


图 2–8 股利与盈余

注：数据来自于 Value Line。这里每家公司的股利是与该公司的收入作比较。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国股票最近会计年度的股利发放率的分配情况。

一家股利发放率超过100%的公司，它支付的股息比它的收益，至少比它最近会计年度的收益还多。若该公司的收益不能快速恢复，这股利支出显然是无法长期持续下去，并会导致严重的会计和经济后果。从会计的角度看，这一行为将使得公司的资本账面价值减少。从经济角度来看，该公司不仅无法再作商业投资而且还将减少其资产基数，从而减少其未来增长的能力。

避免选择股利支付多于其收益的公司的这个策略似乎很显而易见，然而，你也可以限定较严苛的约束条件。比方说，有些保守派投资者和金融顾问们建议你避开那些支付超过收益一定比例——2/3（或股利发放率为67%）的公司，这是一个常用的经验法则。尽管这一限制有点武断，但它反映了一个事实，那就是盈余是不稳定的而且公司的股利支付超过支付率的分界点是很有风险的。

回顾刚才那100家公司的投资组合，其中有57家的股利超过了它们最近4个季度的收入，还有12家公司尽管最近年度亏损却仍然支付股利。

有些分析家会指责你在分析过程中过于谨慎。他们会认为这12个月的收入的下跌是因为整个经济气候的不景气所致，而应该将股利与正常年度的收入或是持续的收入作比较。其中一个他们喜欢推荐的改进方法是以过去一段时期内（比如说5年）的平均收入来作比较。你也许能接受它的逻辑，然而这只是个保守的投资策略，而且在确定股利是否可持续时运用最为苛刻的判定方式看起来更为谨慎。

回到刚才列出的公司名单，很显然地，若用67%作为股利发放率的分界点会把这一投资组合削减到剩下15家公司。就算是用较为宽松的80%作为分界值，也会把组合精简至如表2-4所列的21家公司。

就算在这个例子里，仍然有一些需要留意的预警信号。首先，要考虑在列表里的许多能源公司。由于这个投资组合是在安然的会计崩溃的后果下确定的，这些公司公布的收入很有可能受到安然事件的影响，这也是股价萧条的其中一个原因。若公司收入被夸大了，它们的股利就必定会在将来被削减。其次，需要注意到有两家烟草公司也被收列于该名单中。对于这些公司，对它们官司判决的忧虑会对其收入造成威胁；这样的一些判决很有可能导致股利的减少或是取消。记住，尽管并没有指出这些公司是否该回避，但是在购买这些公司股票之前你需要多做功课。在实际情况下，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-4　高股利收益率和支付率低于 80%的公司

公司名称	年度每股股利（美元）	年度每股收益	股利支付率
MicroFinancial Inc	0.20	1.26	15.87%
Telesp Celular	0.15	0.90	16.67%
Dynegy Inc ‘A’	0.30	1.46	20.55%
AES Corp	0.25	1.17	21.37%
El Paso Corp	0.87	2.93	29.69%
Mission West Properties	0.96	2.52	38.10%
Koger Equity Inc	1.40	2.94	47.62%
R.J.Reynolds Tobacco	3.80	6.32	60.13%
TECO Energy	1.42	2.31	61.47%
Advanced Tobacco	0.05	0.08	62.50%
Apex Mortgage Capital	2.00	3.11	64.31%
Permian Basin Rty Tr	0.56	0.85	65.88%
Williams Coal Sm Gs	0.88	1.33	66.17%
Public Serv Enterprise	2.16	3.20	67.50%
Allegheny Energy	1.72	2.51	68.53%
CMS Energy Corp	0.72	1.04	69.23%
MFA Mortgage	1.12	1.58	70.89%
Aquila Inc	0.70	0.95	73.68%
UIL Holdings	2.88	3.77	76.39%
NorthWesternCorp	1.27	1.62	78.40%
Redwood Trust Inc	2.52	3.18	79.25%

你会需要查看列表中能源公司的财务报表以确定是否有任何类似安然事件的迹象——即隐藏的负债或是神秘的（无法确认的）收入。然后你也许能得出一个明确的结论，那就是市场是过虑了，这些公司是值得投资的。而对于烟草公司，你也需要就潜在的烟草负债进行类似的分析。

*与潜在的股利作比较。*尽管比较股利和收入提供了一个衡量股利是否可持续的简便的方法，但是它却不是一个完整的测试。理由有两点。

- 收入并不是现金流。会计以收入减去会计费用来计算收益。就这方面来说，某些费用是非现金费用（例如，折旧费用和摊销费用）而且由于实际会计（用于公司会计报表）不总是能得出和现金会计一样的结果，会计收益可能会与现金流有很大的差异。
- 公司也许会有再投资的需要。就算是收益大概与现金流差不多，公司也许不能把收益当作股利支付出去。这是因为公司通常需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再进行投资以维持资产，而这些资本投资（这些不一定在制造损益表时会被体现出来）会减少现金流。

为了使股利能真正维持下去，在资本支出后的剩余现金流必须要多于股利的支付。

你该怎样计算可用作股利的现金流呢？其中一个计算方法是“股权自由现金流（FCFE，Free Cash Flow to Equity）”法，它计算了再投资需要被满足后所剩余的现金。要计算股权自由现金流，你要从净收入开始算起，并作以下调节：

- 你要加回非现金的会计费用，例如折旧费用和摊销费用。
- 你要减去资本支出，因为它们表示的是公司现金的流出。有些分析对于不可任意支配的及可任意支配的资本支出进行了比较从而得出了它们之间的区别，所以在计算股权自由现金流时，你应该考虑到所有这些支出。
- 你要减去非现金营运资本对现金流所带来的改变。因此，营运资本的增加（例如，库存或是应收账款）会减少现金流，而营运资本的减少则会增加现金流。在进行这些调整时，实际上是在进行实际收入向现金收入的转变。
- 你要减去因债务引起的净现金。债务的偿还是现金流出，而新债务则代表现金流入。两者的差额会影响你的股权现金流。

股权自由现金流（FCFE）=净收入+折旧费用和摊销费用－
资本支出－非现金营运资本的改变－
（债务偿还－新债务的形成）

要注意的是，若债务的发行超过债务的偿还，则债务的净现金流量可以为正值。那些不喜欢靠净债务发行来筹集股利的保守型分析家通常会用一种保守的方式来计算自由现金流量，其中他们会忽略了净债务现金流量：

保守型（FCFE）＝净收入＋折旧费用和摊销费用－
资本支出－非现金营运资本的改变

当你利用损益表和资产负债表的信息来计算FCFE时，你也可以从现金流量表里获得这一数据。

假若将股利与FCFE作比较，那么表2-4里那21家股利发放率低于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

80%的公司看起来会是怎样的呢？为了回答这个问题，我们用保守的方法（不考虑发行新债务这一因素）来计算 FCFE。这一结果总结在表 2-5 里。

表 2-5 股利支付率低于 80% 的公司的红利与股权自由现金流

公司名称	每股股利（美元）	每股收益（美元）	每股股权自由现金流（美元）
MicroFinancial Inc	0.20	1.26	2.25
Telesp Celular Participacoes	0.15	0.90	0.14
Dynegy Inc ‘A’	0.30	1.46	−2.67
AES Corp	0.25	1.17	−3.17
El Paso Corp	0.87	2.93	−7.17
Mission West Pptys	0.96	2.52	3.31
Koger Equity Inc	1.40	2.94	3.12
R.J.Reynolds Tobacco	3.80	6.32	10.75
TECO Energy	1.42	2.31	−2.47
Advanced Tobacco Products	0.05	0.08	0.08
Apex Mortgage Capital	2.00	3.11	3.11
Permian Basin Rty Tr	0.56	0.85	1.05
Williams Coal Sm Gs	0.88	1.33	1.33
Public Serv.Enterprise	2.16	3.20	−4.24
Allegheny Energy	1.72	2.51	1.36
CMS Energy Corp	0.72	1.04	−4.46
MFA Mortgage	1.12	1.58	1.63
Aquila Inc	0.70	0.95	−1.23
UIL Holdings	2.88	3.77	7.22
NorthWesternCorp	1.27	1.62	2.54
Redwood Trust Inc	2.52	3.18	2.98

若是将股利与股权自由现金流作比较，房地产投资信托公司和烟草公司在股利的持续能力方面会有比较好的表现。比方说，R.J.Reynolds 的股权自由现金流量是每股 10.75 美元，其支付的股息为 3.80 美元，这显示了它在股利支付上有着很大的缓冲空间。而关于官司和法律方面的担忧也许仍然会动摇你的最后投资决定。关于每股收益和 FCFE 间的最大的分歧是在能源公司方面。所有的能源公司的股权自由现金流量相对于每股收益来看，都是相当低的；其中有 5 家公司的股权自由现金流量是负值。既然你已经了解了 FCFE 代表的是可利用于股利发放的现金，那么你也许会觉得奇怪，这类公司是怎样实现他们的股利支付的呢？在 20 世纪 90 年代后期，能源公司用借入资金（账面上的或是账面外的）和发行股本的方式筹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集股利支付款。结果，它们的财务杠杆会变得很高。你将得到的结论是这些公司无法维持他们的股利。而且退一步来看，对于 Telesp Celular 来说，该结论也是正确的。

低增长

当公司增加支付股东的股利时，其用于再次商业投资的收入将被减少。在长远来看，这会演变成每股收益的增长率的降低。事实上，长期稳定的每股收益的增长率对公司来说与公司的股利发放率和投资质量（以净资产收益率来计算）有着相当的功效：

每股收益的预期长期增长率 = (1-股利发放率) × (净资产收益率)

举例分析，一家将其收益的 40%作为股利发放并获得 20%净资产收益率的公司，长远来看，它预期其每股收益能每年增长 12%。

预期每股收益的增长率 = (1-0.40)× (0.20) = 0.12 或 12%

那些投资支付高股利公司的投资者必须接受这一代价，那就是这些公司的预期收益增长率通常会低很多。

我们再来考虑一下表 2-5 里的那些支付高额股利并能维持股利的公司例子——那些股利超过其股权自由现金流量的公司已经被剔除了。在表 2-6 里，预测了这些公司所能维持的增长率，并与分析家得出的预测增长值作比较。

其中的每一家公司的基础增长率都很低，这一部分是因为这些公司的股利发放率很高，而另一部分是因为它们投资的净资产收益率较低。对于那些分析家能够作出增长值预测的公司，它们最近 5 年的每股收益预期增长率都比较低。事实上，若你要求公司的预期基础增长率为 3%或更高，那么符合你要求的就只剩下 3 家公司，其中两家是房地产投资信托公司——Mission West Properties 和 Koger Equity——还有一家烟草公司，Advanced Tobacco 高级烟草公司。简而言之，通过股利可持续能力以及收益的合理增长率的筛选，原先的 100 家公司样本最后只剩下 3 家能符合要求。

税金

就像人们经常说的，生命中惟一能确定的两件事就是税金和死亡。虽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-6 持续发放股利公司的增长估计

公司名称	股权收益率	股利支付率	股利支付率	分析师估计的5年增长率
MicroFinancial Inc	1.71%	15.87%	1.44%	NA
Mission West Pptys	6.55%	38.10%	4.05%	NA
Koger Equity Inc	7.66%	47.62%	4.01%	NA
R.J.Reynolds Tobacco	2.81%	60.13%	1.12%	5.50%
Advanced Tobacco	10.53%	62.50%	3.95%	NA
Apex Mortgage Capital	4.53%	64.31%	1.62%	NA
Permian Basin Rty Tr	4.16%	65.88%	1.42%	NA
Williams Coal Sm Gs	5.44%	66.17%	1.84%	NA
Allegheny Energy	-1.25%	68.53%	-0.39%	3.00%
MFA Mortgage	3.38%	70.89%	0.98%	NA
UIL Holdings	1.81%	76.39%	0.43%	3.80%
NorthWestern Corp	3.74%	78.40%	0.81%	2.70%
Redwood Trust Inc	5.35%	79.25%	1.11%	NA

然投资者有权停下来感叹他们通过投资组合所获得的税前收益，但是他们其实仅可以运用税后所剩余的那部分收益。那些产生诱人的税前收益率的投资策略，其所产生税后收益有可能比一般的标准还要低。

税金对于投资收益到底有多大的影响力？一个关于投资美国证券市场的收益与投资政府债券收益的测试显示证券产生的收益比短期和长期国库券的收益要高很多。因此，若在 1928 年时用 100 美元投资股票，那么在 2001 年的时候其价值会增长到 125 599 美元，这比投资短期国库券的收益（1 713 美元）和长期国库券的收益（3 587 美元）显然要多出一大截。这一数据实在让人印象深刻，不过这也都是扣掉税金和交易费之前的收益。暂时，让我们思考一下税金对这些收益的影响作用。假设投资者在当期股利税率为 35%而资本收益的税率为 20%的时候买进了这些股票。为了计算税金对收益的影响，你必须考虑该投资者进行交易有多频繁。如果你假定他的投资组合每年都整个翻转一次，那么他就必须每年都要缴纳股利的税金和价格溢价的税金。图 2-9 反映了此期间对投资组合的价值的影响以及税金对投资组合的最终价值的影响。

请注意，把税金引入到收益的结算后使得投资组合的最终价值减少了超过 2/3：从 125 598 美元下降到 39 623 美元。

假如税金会对所有投资造成影响，你也许会疑惑，为何要特别强调它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

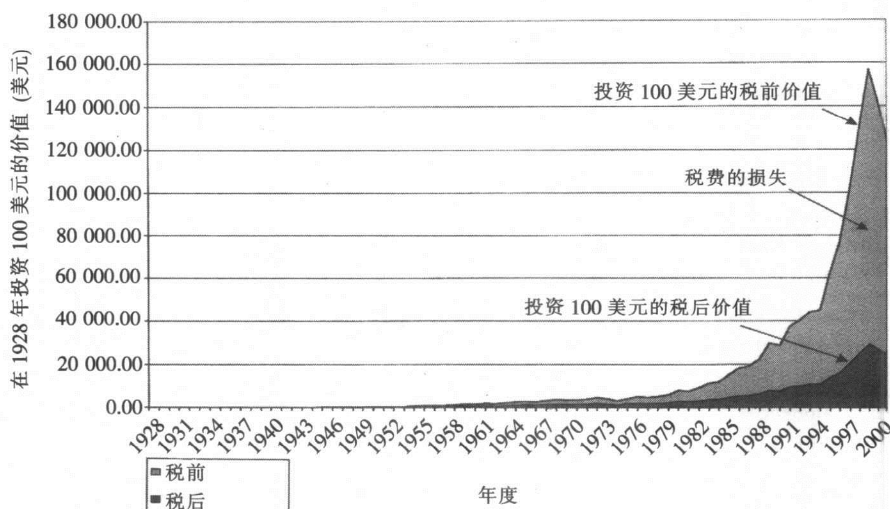


图 2–9 用 100 美元投资股票的价值：税前和税后

注：数据来自于 Federal Reserve。该图计量了在 1928 年用 100 美元投资股票的累计价值，包括了股利和价格溢价。

对高股利股票策略的影响。若你没把股票卖出，那么对于你获得的资本收益所需要缴纳的资本利得税就可以递延缴纳，然而，股利的税金则必须要在你收到股利的每一个阶段进行支付。因此，一个投资高股利股票的策略会在缴税时间上显得不够有弹性，而且长远来看其所需缴纳的税金会比投资一个较低股利股票的税金要多。图 2–10 将投资者投资一个股利率为市场股利率一半的股票收益表现与投资一个股利率是市场两倍的股票收益表现，在整体收益不变的前提下进行比较，可以说明这一点。

请注意，股利率为市场股利率一半的股票投资组合在 2001 年的最终价值刚超过 30 000 美元，而股利率是市场 2 倍的股票组合的最终投资价值大概只有它的一半而已。一个喜欢随着时间来构建其投资组合的投资者也许会发现许多关于"超额回报"的分析家表示他们发现由于会产生较高的应付税款所以高股利率的组合这一策略可能不太适用。

在高税率面前，这一应付税款会使购买高股利股票的策略变得不可取吗？这并不是必然的，原因有二。首先，在你支付该策略产生的额外税金后仍然可能会获得较高的收益。其次，对于同一投资者的组合，其不同部分会在税金方面有不同的处理方式。就算是一个高税率的投资者也被允许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

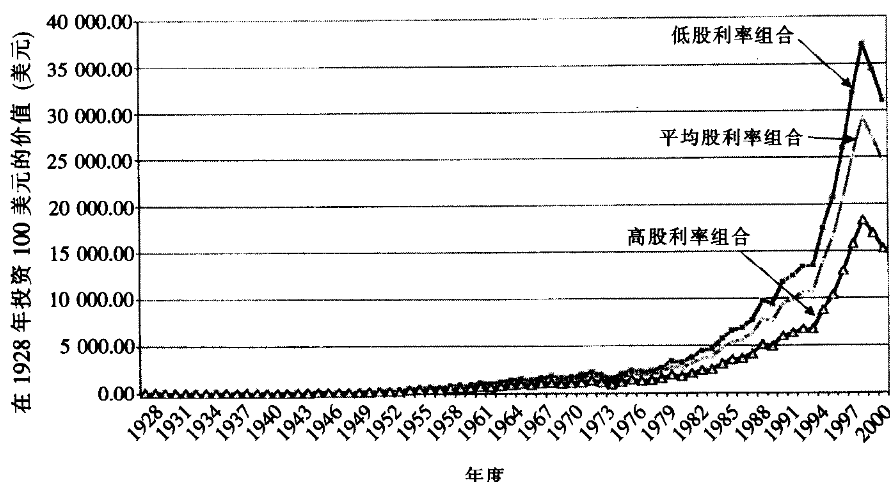


图 2–10 在 1928 年用 100 美元投资股票的价值和股利率

注：数据来自于 Federal Reserve。该图反映了在 1928 年用 100 美元投资股票在这 3 个不同投资组合（高股利率、普通股利率以及低股利率）里所产生的累计价值。

在其退休金计划里积累基金并且延迟或是递延其税金直到退休。那么，将你的退休金计划投资到高股利股票里将会使你在不受税金费用影响下享受到高股利策略的优势。

回顾历史数据的一个风险是你很可能会忽略了社会上的一些重大变动。在本节里，我们谈了许多关于股利税金方面的不利之处，然而在 2003 年 5 月当新的税金条例被编入法案的时候，这一不利因素就成为了历史，新的税法将股利税率下调到 15%，使得它与资本利得税的税率相一致。因此，税金方面的不利因素就算没有完全被消除也显然被减少了很多。这不仅会影响到支付股利的股票价值，它还改变了许多公司对股利的看法。在 2003 年初，像微软（Microsoft）和甲骨文（Oracle）这些原本从不支付股利的科技公司，也宣布他们将开始支付股利。

投资者的教训

让我们来思考一下这一章节带给我们的启示。支付高股利的股票一直以来都比市场其他股票产生较高的收益，而且那些提高股利发放的股票其股票价格也会上涨。另一方面，支付高股利的股票，其收入增长相对慢很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多（因此，其价格溢价较少），并且通常无法长期地维持股利。在这最后一节里，我们来验证一下，一旦你对股利的持续支付能力和预期增长率开始感到疑惑时这对于高股利投资组合会有什么影响。一开始，你选出了 100 家最高股利率的公司作为样本，然后你因为他们的收益为负值或是因为他们的股利发放率超过了 80%而将其中 79 家公司剔除掉。而在这剩余的 21 家公司，又有 8 家公司因为股权自由现金流量为负值或是其股利超过了它的股权自由现金流量而被剔除。在最后剩下的 13 家公司里，只有 3 家的预期增长率超过 3%。

若你不是一开始就从最高股利率股票下手，而是以其他条件——高股利，稳定持续的收益以及合理的每股收益增长率——对所有交易股票进行分析选择，那么你的分析过程也许会好些。比方说，你可以从所有美国股票里筛选出具有以下特性的股票：

- 股利率超过长期国库券利率的：长期国库券利率象征着你进行较低风险的投资所能获得的收益，所以你可以把它当作是衡量公司情况的一个标准。假若你将购买那些股利率超过长期国库券利率的股票并将长期持续地获得这些股利，那么你将不再需要股票的价格溢价来达到投资平衡。
- 股利分发率低于分界值的：在本章前部分，我们考虑的是把分界值武断地划定为自 67%~80%之间。这一限制的幕后原因是要排除那些发放超过他们所能维持的股利的公司。
- 每股收益的预期增长是合理的：若你在高股利之余兼要价格溢价，那么你投资的公司则必须有增长收益的能力。尽管期望高股利率股票能有两位数的收益增长是不现实的，你可以将收益增长的要求定为符合整个经济环境的增长的数值。

在 2002 年 10 月，你筛选公司时可以用股利率超过 4%（这是在当时分析时的长期国库券利率）、股利发放率低于 60%、股利低于 FCFE 并且在接下来 5 年每股收益的预期增长率超过 4%作为条件。由于房地产投资信托公司的构成与其他公司有很大的不同，所以你也应该把这一类公司从你的样本名单里剔除掉。最终的 30 家公司组合罗列在本章的章末附表里。

这个根据行业筛选出的公司组合与原来最高股利的 100 家公司样本有着很大的不同。尽管这种组合的平均股利率比原本组合的要低，该组合的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股利更为稳定持续而且这些公司确实有着增长的潜力。

结　论

支付高股利的股票看起来好像能同时带来持续的现金收入（股利）和潜在的价格溢价这两方面的好处。在熊市时期由于股本的贬值使得它的吸引力更为突出。实践经验方面似乎也能为较高股利率股票在长远来看能为投资者带来较高的收益这一说法提供一定的论据支持。

那么投资高股利股票的潜在危险是什么呢？首先，它的股利不像公债的票息，其现金流入是没有保证的。相比于公司所产生的收益和现金流量，一个过高的股利是不可持续的并且迟早会被削减的。最后，高股利发放率通常可以被理解为较低的收益预期增长率。

总而言之，一个购买高股利股票的策略长期以来都被低税率投资者或是免除税收的投资（如退休金基金）认可和接受。而由于税法的修改，更多的投资者被这一策略吸引。若你选用这一策略，在选择高股利股票时应该筛选那些有持续支付能力（通过考虑其股利发放率和自由股本现金流量）和合理收益增长的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

章末附表：

表 1 股利率大于 4%、股利发放率小于 60%、股利小于 FCF 以及预计每股盈余大于 4% 的股票

公司名称	行 业	股 价	每股股利	股利率	股利发放率	股利发放率	预计每股市盈率增长
Alexander& Baldwin	航海	$23.37	$0.90	4.11%	54.01%	$1.08	9.00%
AmSouth Bancorp	银行	$19.86	$0.88	4.39%	58.10%	$1.64	8.00%
Arch Chemicals	特殊化工	$17.15	$0.80	4.68%	0.00%	$0.82	5.00%
Banco Santander ADR	银行	$6.06	$0.29	5.30%	52.89%	$0.47	10.05%
Bay St Bancorp	零售银行	$19.01	$0.88	4.64%	19.89%	$1.29	8.00%
Books-A-Million	欧洲书商	$3.26	$0.41	11.95%	0.00%	$0.48	12.00%
Citizens Banking	银行	$23.41	$1.14	4.75%	52.65%	$2.12	8.00%
Cleco Corp	电力	$12.20	$0.90	7.97%	56.77%	$2.01	6.50%
ColonialBncGrp ‘A’	银行	$12.05	$0.52	4.29%	43.71%	$1.20	9.00%
Comerica Inc	银行	$42.10	$1.92	4.82%	37.31%	$3.61	9.50%
Commonwealth Industries	医疗	$5.90	$0.20	4.44%	52.52%	$0.48	15.00%
Electronic Data Sys	软件	$13.72	$0.60	4.38%	25.13%	$3.09	13.00%
Equity Inns Inc	旅馆	$5.23	$0.52	8.92%	0.00%	$0.67	5.00%
FirstEnergy Corp	电力	$30.13	$1.50	5.70%	55.94%	$2.88	9.00%
FirstMerit Corp	多元化	$22.16	$1.00	4.73%	48.96%	$2.00	9.50%
Goodrich Corp	国防	$16.74	$0.80	4.51%	37.12%	$2.85	7.00%
Goodyear Tire	轮胎	$9.18	$0.48	5.85%	0.00%	$0.79	34.00%
May Dept Stores	零售	$24.60	$0.95	4.04%	42.07%	$1.63	5.00%
Merchants Bancshares Inc	银行	$22.08	$0.96	4.24%	34.85%	$2.12	10.00%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	行 业	股 价	每股股利	股利率	股利发放率	股利发放率	预计每股市盈率增长
MicroFinancial Inc	金融	$ 2.09	$ 0.20	11.77%	14.88%	$ 2.26	7.50%
NICOR Inc	汽车销售	$ 29.61	$ 1.84	6.63%	57.81%	$ 2.26	7.00%
Petroleo Brasileiro ADR	石油	$ 12.25	$ 0.52	5.47%	48.75%	$ 0.89	10.00%
Philip Morris	烟草	$ 42.65	$ 2.56	6.63%	55.71%	$ 4.64	9.00%
Provident Bankshares	银行	$ 22.39	$ 0.86	4.10%	45.85%	$ 1.80	9.50%
Quaker Chemical	特殊化工	$ 19.55	$ 0.84	4.43%	54.49%	$ 1.31	8.00%
Snap-on Inc.	机器	$ 26.00	$ 0.96	4.07%	52.11%	$ 2.13	4.50%
Standex Int'l	多元化	$ 19.72	$ 0.84	4.43%	49.54%	$ 1.92	9.50%
Tasty Baking	食品	$ 11.59	$ 0.48	4.33%	52.09%	$ 0.80	8.00%
Tupperware Corp.	杂项	$ 15.95	$ 0.88	5.23%	54.26%	$ 1.42	7.50%
Westar Energy	电力	$ 10.47	$ 1.20	11.96%	-216.34%	$ 5.59	16.00%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第3章
这股票太低价了：低市盈率的故事

格雷厄姆的门徒

杰里米是一个价值投资者，他不屑与那些追逐增长股票并为之付出昂贵代价的投资者为伍。某天在读《财富（福布斯)》杂志的时候，杰里米十分兴奋地发现，某学术研究得出了以下结论：你若购买低市盈率股票就可以在市场中获利，这个方法很是受到其他价值投资者的青睐。通过登陆雅虎的财经网站，杰里米搜索着那些以市盈率低于8（这是他在CNBC财经频道上听来的根据经验所得的对低市盈率股票很有价值的一个数字）成交的股票，他发现符合这一条件的股票有数十个之多。由于没有足够的钱投资所有这些股票，他惟有选择了前面的20支股票进行投资。

在他投资这些股票一年后，他并未获得像该学术研究所承诺的稳定高额回报，反而却发现自己受到市场的严重拖累。他所有投资科技股的朋友的情况都比他要好得多，他们都因此嘲笑他。仔细研究了自己的投资组合，杰里米发现，除了那些他原本就打算投资的稳定可靠企业，他持有的其余股票大多都是些有风险的、收益变化较大的小公司。另外，他还发现了他所选中的股票经常会与会计违规和丑闻报道扯上关系。至此，杰里米终于醒悟，价值投资并不像它看上去那样美好，因此他把钱全部转投到一个高增长的互惠基金里。

> 这则故事的寓意是：一支以低市盈率成交的股票不一定就是低价的，而长期回报可能真的要很长的一段时间才能等得到。

10多年来，投资者一直用市盈率作为衡量股票高价或低价的指标。以较低市盈率成交的股票通常被认为是低价的，而投资顾问和分析家们随着时间的积累也总结出了一些相关的经验法则。有些分析家用的是绝对估量方法——比如，以低于8倍收益率成交的股票归类为低价的——而另一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些分析家则采用相对估量方法，比如，比整个市场市盈率低一半的价格成交的股票会被认为是低价的。在某些情况下，它是与市场的市盈率作比较的，而在其他情况下，它也可以与该公司所属行业板块的市盈率作对比。

在这一章节里，你将思考市盈率到底是不是一个好的价值指标，而购买低市盈率股票的策略是否会带来高收益回报。正如你将会看到的，一支低市盈率股票可能不会被低估价值而仅关注市盈率的策略也许会遭遇失败，因为他们忽略了公司的增长潜力和风险系数。由于公司未来增长不乐观并且还暴露了较高风险从而以较低市盈率成交的公司并不是一个真正值得购买的便宜货。

故事的核心内容

该如何去判断一支股票是否低价呢？你可以对公司的股价进行分析，但是股价很容易受其发行在外的股票数量的改变而有所影响。通过二对一的股份拆细（这样你的股票数量将翻倍）你的股价将减至一半（粗略地），但是这样并不会使你的股票变得更低价。虽然有些投资者也许会被这种推销说法所蒙蔽，认为一支以数便士价格成交的股票就是低价股，但是大部分投资者还是有足够的智慧去识破这一陷阱的。用收益除以股价可以划分不同价格水平，这样做能对高价及低价的股票进行比较。现在，低市盈率这一指标已经被普遍运用到投资策略里，并且还为其实践运用提供了一些说法：

- 价值投资者购买低市盈率股票。价值投资的投资者一直以来都用市盈率来衡量股票价值。因此，在股票间作比较时，价值投资者会认为一支以 5 倍收益成交的股票要比以 10 倍收益成交的股票便宜。
- 低市盈率的股票是投资债券的一种具有吸引力的替代品。对于那些喜欢比较股票投资和债券投资回报的投资者，他们搜寻低市盈率股票还有另一个原因。这些股票的收益率（为市盈率的倒数，即用每股收益除以现行股票价格）通常要高于债券的收益率。举个例说明，一支市盈率为 8 的股票，其收益率为 12.5%，这将比收益率仅为 4%的长期国库券更具吸引力。
- 那些以较同组市盈率低的价格成交的股票一定是被错误估价了。鉴于不同板块有不同的市盈率，某些板块的股票一向都比其他板块市盈率要低，你可通过比较公司市盈率与其所处板块的平均市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈率来判断该股票的价值。因此，一支以15倍收益成交的科技股可以被看作是低价的，因为科技股的平均市盈率为22，而一支以10倍收益成交的电力公用事业股则被认为是高价的，因为公用事业股板块的平均市盈率仅为7而已。

理论基础：市盈率的确定因素

投资者通常用收入倍数法来判断投资效益。市盈率的简单直观对判断初次公开销售证券的价格水平很有帮助，不过，对股票的市盈率的分析应与企业的基本因素联系起来。正如你会在这一章节里看到，仅有一个较低的市盈率数值并不能说明该股票定价过低。

什么是市盈率

市盈率由用一段时期的每股收益去除每股的市场价格得出。

$$市盈率=\frac{每股的市场价格}{每股收益}$$

市盈率的计算通常是以每股的现行价格作分子而用每股的收益作为分母。

其最大问题是在计算市盈率时所选用的每股收益数值不确定。最常用的计算市盈率方法，是以最近会计年度的每股收益去除现行的市场价格从而得出现行市盈率。有些人则喜欢用一种更新的计算方法，它用最近4个季度的每股收益的累计值作为每股收益去除每股价格，用这种方法计算出滞后市盈率。一些分析家甚至想得更远，他们用下一年度的每股预期收益作分母以计算远期市盈率。另外，每股收益也可以在非经常项目前后计算，并且基于实际发行的股数或是若管理者行使他们所获准（完全摊薄的）的认购权后将会发行的所有股数来计算。换句话说，在同一时期由于数据运用的不同，对于同一家公司会得出不同的市盈率结果，这不足为怪。另外，若你打算围绕它的价值来订立你的投资策略，你应对市盈率的定义有更明确的理解。

会计收益的入门

在你考虑市盈率是否能用作判定股票低价与否的衡量标准之前，你确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实需要理解在会计报表里的收益是如何计算的。会计人员用收益表来反映一家公司在特定时期内的营运活动。在这一节里，你将考查到在会计规则里计量收益的潜在原则以及它们是如何被用于实践中去的。

计量会计收益和盈利能力有两条主要的原则。第一条是权责发生制原则。在权责发生制的会计规则里，卖出货物或提供服务所带来的收入是在货物被卖出或服务被履行这一时期里被（全部或大部分）确认。同时其相应的结果会被记录在费用一栏里，而且费用与收入保持一致。这和现金会计规则不同，在现金会计里，收入是在款项收到时确认并在支出时记录费用。因此，一家公司的应计会计收益可能表面看上去很高，而其实际现金收益也许却很低（甚或为负值），或是正好反过来。

第二条原则是将费用按营业、融资和资本费用进行分类。营业费用指的是那些，至少在理论上，只为当期带来利益的费用，为了制造用于当期销售的产品而造成的人工成本和材料成本就是一个很好的例子。融资费用指的是那些为筹集营业资本而进行非股本融资所引起的费用，最常见的例子为利息费用。资本费用指的是那些预期会在多个时段里为公司带来利益的费用，比如，购买土地和建筑物的成本就是一种资本费用。

营业费用是从当期收入中扣减，从而计算出企业的营业收益。融资费用是从营业收益中扣减，从而确定权益投资者的收益或是净收益。资本费用则作为折旧或摊消费用在其（利益产生的）分摊年限里冲减。在图 3-1 里，是一个典型收益表的分解图。

虽然这直接地确定了收益的计算方式，企业也还是能对其中不少要素自行决定处理方式，如以下这一些：

- 收入的确认：当企业销售商品产生多个时期内的收入时，稳健型企业会将收入按时间分摊，而冒进型企业则会将收入在初始年度里表现出来。比如说，微软在记录它从程序更新（Windows 98，Windows 2000 等）方面获得的收益时一直都比较保守稳健。另一方面，由于想热心吹嘘自己的收入增长，电讯公司在 20 世纪 90 年代后期经常过早地记录收入。
- 营业费用与资本费用：有些费用处于营业费用和资本费用之间的灰色地带。现分析一家电缆公司为了吸引新用户所引发的费用。一些较为冒进的公司会合理地认为这些新用户带来的利益会持续多年所以这些费用应该按时间分摊下去。与之相反，稳健型的公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

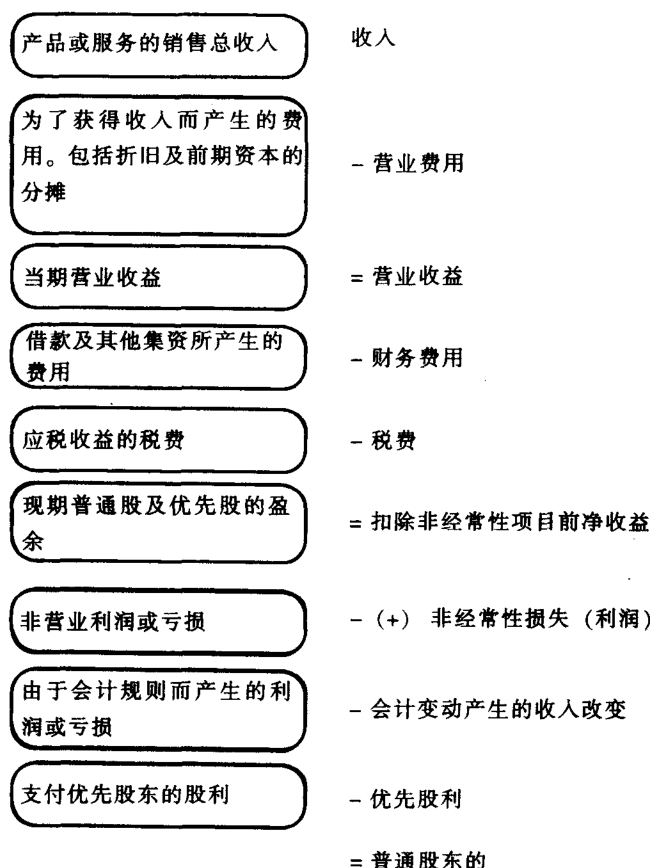


图 3–1 损益表

注：这是所有损益表的一般格式。不同行业的收益表在格式上会有一定的差异。

司会把整个费用作为当期费用在发生年度就进行全部确认。

- 折旧和摊消：尽管资本费用作为随着时间而改变的折旧或摊消费用来冲销，企业仍然可以，至少是为了公布报表的目的，而决定固定资产每期折旧多少以及折旧快慢。在这里，较为冒进的企业会再次通过采用相应的折旧和摊销时间表使得其公报的收益较高，从而使得其年度收益不会发生较大的变化。

然而，这种会计处理的底线是，假如所有公司都运用同样的会计准则，这些准则对于不同企业的保真度也不尽相同，从而使不同行业的收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（和市盈率）的比较变得困难。若你不够细心，你会很轻易就得出结论，认为那些对于计算收益较为冒进的公司会比那些较为稳健的公司的价格要低些。当你比较不同市场——比如，日本、德国和美国——采用了不同会计准则所确定的企业收益时，问题会变得更为复杂。

市盈率的确定

评估一支股票价值的最简易的模型是假设该股票的价值就是企业未来预期股利的现行价值。由于股本公开交易的企业是以长期经营为前提，假设企业支付的股利将永远按一定比率增长，则该股票的现行价值就能用简单且公允的方法计算出来。这个模型，我们把它叫做戈登永续增长模型(Gordon Growth Model)，其中股本的价值可以写成：

$$现行的每股价值=\frac{下一年度的每股预期股利}{股本成本-预期增长率}$$

股本价值指的是，在给定风险下，投资者对该股票的回报率的要求。以 Consolidated Edison（爱迪生联合电气公司，简称（Con Ed）的股票为例，这家公司为纽约市的大部分地区供电。其股票预期在下一年度支付每股股利 2.20 美元（其每股预期收益为 3.30 美元），该企业的股本成本是 8%，而其永续预期增长率为 3%。我们可以计算出其每股价值如下：

$$\text{Con Ed 公司的每股价值}=\frac{2.20}{(0.08-0.03)}=44.00\ (\text{美元})$$

每一个上过价值评估课的学生都曾学过这一模型，然而有不少人对该模型失去了兴趣。令他们感到迷惑的是，对于像微软这样不支付股利的公司。该如何去评估其价值呢？还有，若预期增长率高于股本成本时，得出的价值为负值，这又该怎么理解呢？对于这两个问题，其答案很简单。第一个，若一家公司的增长率可以永远持续下去，这一增长率是不可能高过经济的增长率的。因此，一个预期增长率为 15%是与这个模型不相符的；事实上，预期增长率必须要低于 4%~5%之间，这是对经济环境（美国或是全球）长远发展的最乐观的增长预测。关于第二个问题，那些以稳定增长率发展的企业通常都有多余现金可用来回报股东；而大多数企业之所以不支付股利，那是因为它们需要资金对公司经营进行再投资以创造更高的增长率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想通过这个模型得出某个市盈率的价值，你可将等式的两边都除以下一年度的每股预期收益。这样，你就得到了一个折现现金流量等式，它反映了一家稳定增长企业的远期市盈率。

$$\frac{\text{现时每股价值}}{\text{下一年度预期每股收益}}=\text{远期市盈率}$$

$$=\frac{\text{每股预期股利/每股预期收益}}{(\text{固本成本}-\text{预期增长率})}$$

$$=\frac{\text{预期股利分发率}}{(\text{固本成本}-\text{预期增长率})}$$

代入 Con Ed 公司的数据，你会得出：

Con Ed 公司的远期市盈率 = ($2.20/$3.30) / (0.08–0.04) =16.67

市盈率会随着预期增长率的增加而增加；较高增长的企业，其市盈率也较高，这是符合常理的。若该企业是一家高风险企业并且其股本成本很高，那么它的市盈率会比较低。最终，对于任何给定的增长率，公司的市盈率会随着股利分发率的增加而增加。换句话说，那些最能高效创造增长的企业（通过股本获得较高回报）会以较高收入倍数交易。

当你在做着那些乏味而不难懂的代数计算时，那些确定市盈率的变量还是没变：公司的风险，预期增长率及股利分发率，其中惟一麻烦的是，对应每一个增长时必须对这些变量期进行单独确定。若你预期一支股票在接下来的多个年度里会以较高速率增长，而在那之后则以较稳定的速率继续增长，那么在这种特殊的情况下，你要计算出在高增长阶段以及稳定增长阶段下的股利分发率、股本成本和预期增长率。这种情况十分普遍，任何一家企业都可以采用这种算法，即使对那些现在不支付股利的公司亦是一样。

在考虑如何确定公司的市盈率时，你会清楚看到，就其本身来说，一个较低的市盈率并没有太大的意义。若你预期企业收益增长较低（甚至也许是负增长）并且该企业的收益具有较高的风险时，你应以较低的收益倍数来支付该企业。若企业的相关情况出现了错误配对，那么该企业很可能会被低估价值，如：市盈率较低但却无较高风险或低增长的迹象。在本章节的后面部分，将会分析一个低市盈率的投资组合，看看你能否将那些市盈率较低且估价正确甚或估价过高的公司从那些有着吸引投资者的较低市盈率的公司中区分出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查看证据

低市盈率的股票组合会比市场有着更为出色的表现吗？这一问题的答案是本章节的重点，而在这一节里你会看到过去这数十年来低市盈率股票的表现。

本·格雷厄姆（Ben Graham）和价值甄别

许多价值投资者表示会追随他们的前辈本·格雷厄姆（Ben Graham），将他与大卫·陶德（David Dodd）在 1934 年合著的《有价证券分析》一书作为他们的投资圣经。在此书的第一版里，本·格雷厄姆认真地把他对市场的观点转化到可用于发现被低估价值股票的特殊甄别条件上。尽管不同版本里甄别的数目有轻微的变动，但其原本的形式还是被保留了下来，现归纳如下：

(1) 盈余市价比为 AAA 级债券收益率的两倍；
(2) 在过去 5 年里股票的市盈率比所有股票的平均市盈率低 40%；
(3) 股利率高于 2/3 的 AAA 级公司的债券收益率；
(4) 价格低于有形资产账面价值的 2/3；
(5) 价格低于流动资产净值的 2/3，这里的流动资产净值包括了现金扣去流动负债的速冻流动资产；
(6) 负债权益比率（账面价值）低于 1；
(7) 流动资产高于两倍的流动负债；
(8) 负债低于两倍的流动资产；
(9) 每股收益的历史增长（过去 10 年里）高于 7%；
(10) 在过去 10 年里收益的下滑不超过两年的。

要注意，第一项甄别是一个市盈率的甄别。只有那些低市盈率的股票才能通过这一甄别。有趣的是，剩下的许多甄别条件都是为了要剔除那些因不正确原因（如低增长和高风险）导致低市盈率的股票而设计的。

当用于股票选择时，本·格雷厄姆的甄别法会有多好用呢？亨利·奥本海默（Henry Oppenheimer）分析了自 1974 年至 1981 年用这些甄别法得出的投资组合，其结论是该投资组合为你带来的年收益率会比市场收益率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超过许多。在最近几年，学术家们也对单个的甄别法——比如低市盈率和高股利率——进行了测试，他们的结论认为这些股票都能产生较高的回报率。专门对投资讯息报导的表现进行评估的马克·哈尔伯特（Mark Hulbert），发现那些表示信从格雷厄姆的投资讯息报导的表现比其他的投资讯息报道要好很多。然而，当尝试将这些甄别法运用到一个发放高回报的互惠基金时，其结果却不尽如人意。在20世纪70年代，一位名叫詹姆斯·雷（James Rea）的投资者对这些甄别法的价值深信不疑，以至于他成立了一个名叫雷-格雷厄姆的基金（Rea-Graham），专门根据格雷厄姆甄别法来选择股票进行投资。该基金在初期虽然获得了些许成功，但是在20世纪80年代和90年代初它开始陷入困境，并最终被列为表现等级最差的基金之一。

低市盈率股票与市场里其余股票

关于市盈率与超额回报关系的研究一向都认为，从长远来看，低市盈率股票产生的回报明显要比高市盈率的股票多。由于有些是二十多年前的研究并且研究结果就其样本选取的时期发现有很大的差异，所以我们最好是回顾一下这些原始数据，并着眼于有效数据的最长时期来进行分析。

在图3-2中，你首先会看到将美国股票根据市盈率分为10个等级后的自1952~2001年间的年回报。这些股票是根据每年年初的市盈率进行分类，而这总回报计算的是这10个股票组合包括了股利和价格溢价的总收益回报。

平均来说，最低市盈率等级的股票组合获得的收益几乎是最高市盈率等级的两倍。为了测试这些结论对不同组合的影响，你可以考虑构建两种组合。首先是均等加权的组合，它对各个组合里的每家公司的资金投入是均等的；其次，对市场价值高的公司投入较多资金而对价值较小公司则投入较少资金，从而得出了价值加权的股票组合。从结果来看，均等加权组合的表现略胜一筹，其中最低市盈率股票的平均年回报为24.11%、最高市盈率股票的平均年回报为13.03%。而对于价值加权组合，其相应的数据分别为20.85%和11%。在这两种情况下，低市盈率股票的投资成绩显然优于高市盈率股票。

为了测试在不同的子时期里会是否出现差异，让我们来看看图3-3，它显示了自1952~1971年，1972~1990年，以及1991~2001年三个子时期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

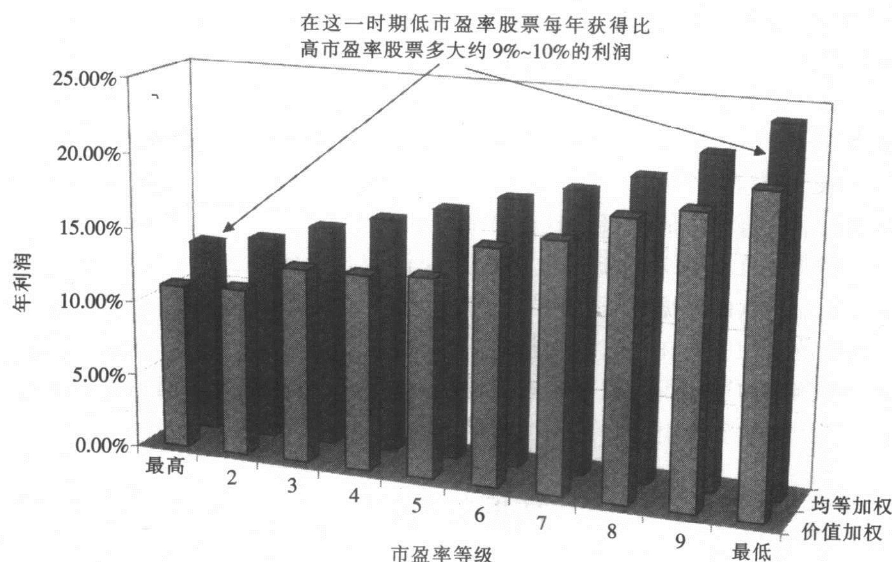


图 3–2 市盈率和股票回报：1952~2001 年

注：数据来自于 Fama/French。美国的股票根据自 1952~2001 年每年年初市盈率进行分类，并计算出下一年度内的每个组合的利润回报。

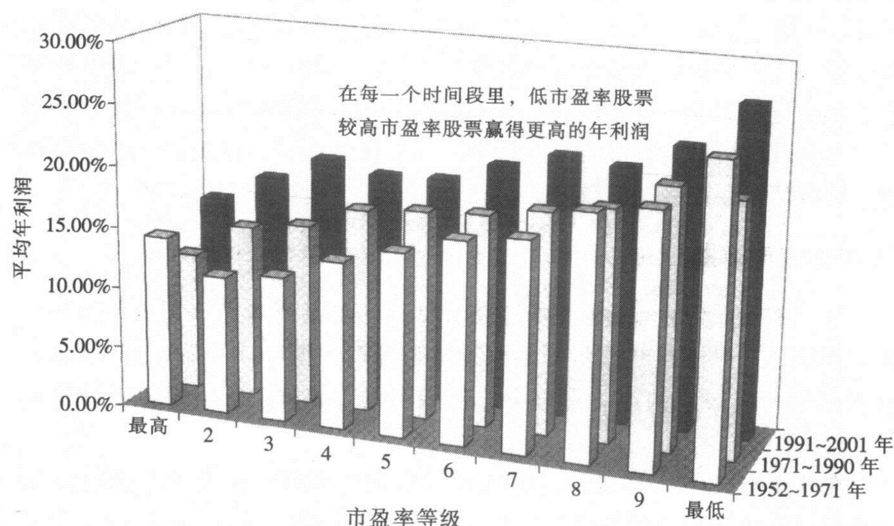


图 3–3 不同市盈率等级的利润回报：1952~2001 年

注：数据来自于 Fama/French。年利润计算的是不同市盈率级别下的股票在子期间里的年利润值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里，对于不同市盈率的各个组合的股票年投资回报。同样地，这些组合也是依据每年年初的市盈率以及在年度期间内的收益回报而建立的。

最低市盈率级别的企业，对比市盈率级别高的企业，前者每年获得的收益在 1952~1971 年期间要比后者高出 10%，在 1971~1990 年期间高出约 9%，以及在 1991~2001 年期间则高约 12%。也就是说，在最近几年里低市盈率股票获得的回报并没有出现明显下滑。

因此，在长远来看低市盈率股票获得的收益回报比高市盈率股票要高，关于这点的证据是压倒性的。那些考虑了股票风险因素的研究也证实了低市盈率的股票在作风险调整之后依然能获得较高的回报。在最后这节我们所测试的这些组合仅限于在美国的上市股票，而在其他国际投资市场中，同样能发现这类获得超额回报的低市盈率股票。

数据的处理

在本章开始，我们就提出一条经验原则，即一支以市盈率低于 8 交易的股票是低价的。在市场里存在着许许多多与之类似的判断指标，对此你应保持谨慎。这些所谓的经验，有很多已经过时并且也缺少可靠的事实作依据。在这一节里，你会先从整个市场的市盈率分类开始分析，从而明白高市盈率、低市盈率或是普通市盈率是如何形成的。然后，你会着手考察市盈率在不同板块之间的差异，以及他们是如何随着时间而改变的。最后，你会对市场里的低市盈率股票建立一个投资组合，以更进一步地测试这一策略是否存在潜在的缺陷。

跨市场的市盈率

与市盈率有关的经验原则有很多，然而，如果不考虑不同股票间的市盈率差异，将无法判断这些经验原则是否合理。图 3-4 显示了在 2002 年 10 月美国所有股票的市盈率分类，包括现行市盈率、滞后市盈率以及远期市盈率。

在这个分类中，你会发现，大部分公司的市盈率是处于 8~20 之间，另外有相当数量的公司其市盈率超过了 100。这些公司中，有一些是交易价格高于现行收益的高增长企业，这是因为投资者预期企业回报在未来会出现稳定的增长。其中有些则是因经济不景气而导致收益出现下滑的周期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

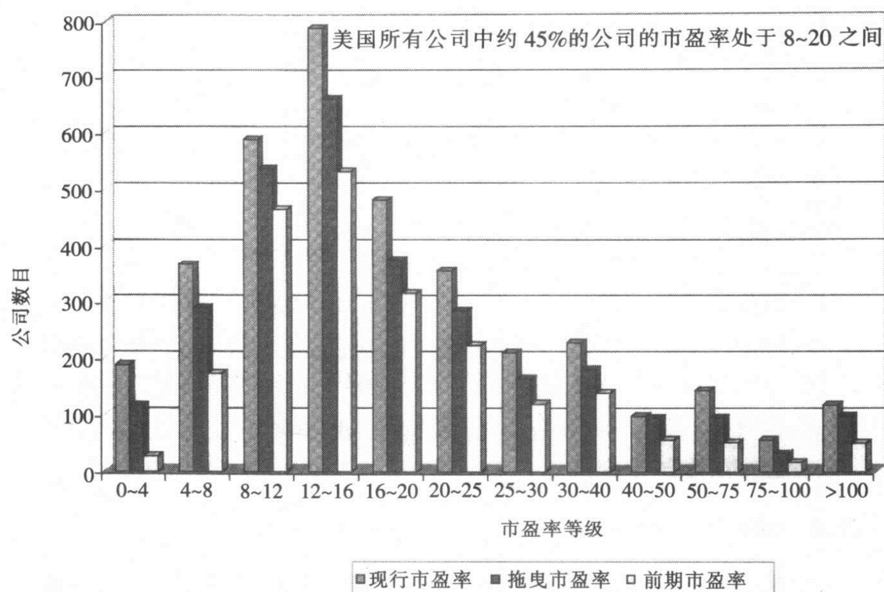


图 3–4 不同市场的市盈率：2002 年 10 月

注：数据来自于 Value Line。图里反映了每个市盈率等级的美国公司数目。

性产业公司。投资者预期它们的收益会随着经济的复苏而得到反弹，所以它们的市盈率都很高。另一方面，也有一些公司的市盈率仅为 12 或更低。若仅考虑市盈率，那这些公司在 2002 年 10 月会被看作是低价的。关于市盈率，最后值得一提的是，有些公司的每股收益为负值，因此它们的市盈率将无法计算。在包含了全部 7 102 家公司的样本里，有 3 489 家公司最近会计年度的收益为负值，因此将无法计算这些公司的现行市盈率。而由于滞后市盈率和远期市盈率的关系，在整个样本里会再有 40%的公司因同样的原因被剔除掉。

当你在做数据计算时，你会发现市盈率可以非常高但却不能小于零。通过计算市场所有公司的市盈率的平均值可以得出市场平均市盈率，个别企业的极高市盈率会提高市场平均市盈率。另一个更有价值的统计数据为市盈率中位数；整个市场里会有一半的公司其市盈率低于该中位数，而另一半的公司的市盈率会比这个数值要高。表 3–1 总结了用这两种方法得出的市盈率相关数据，先是市盈率的平均数及标准偏差，并包括了中位数、第 10 区间值及第 90 区间值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-1 统计数据概要：美国股票的市盈率

	现行市盈率	拖曳市盈率	前期市盈率
平均数	31.08	30.99	23.44
中位数	15.30	15.00	14.99
最小值	0.01	0.01	0.90
最大值	7 103.00	6 589.00	1 081.00
第 90 区间值	69.02	53.74	36.86
第 10 区间值	4.22	5.69	7.94

对于市盈率的这三种算法，你会发现平均市盈率始终比中位数高，这表明了市盈率可以是个很高的数值但却不会低于零。难怪那些分析家们通常都会以市盈率低于该行业的平均值这一说法作为其推销股票的策略。对于这种推销策略的有一致命的反击，那就是质问他们该股票的市盈率是否低于该行业市盈率的中位数。

跨行业板块的市盈率

不同板块的市盈率可以有很大的差异，而在某板块被看作是低市盈率的那些指标可能会在另一板块变成较高市盈率的指标。在表 3-2 里，列出了 2002 年 10 月美国最低和最高平均市盈率（现行）的 10 个板块。

表 3-2 最高和最低市盈率板块

行业名称	平均市盈率	行业名称	平均市盈率
电力	6.94	报纸	41.14
钢铁（综合）	7.98	娱乐	41.43
房屋建造	9.46	通讯服务	43.14
电力	10.18	精密仪表	44.17
汽车部件	10.75	半导体	47.10
烟草	10.82	出版	49.06
保险（人寿）	10.90	电子商务	50.32
服装	11.18	有线电视	53.49
家用电器	11.70	天线网络	60.49
储蓄银行	11.97	化工（基础）	60.76

是什么原因造成跨行业间的市盈率出现这么大的分歧呢？在较早前定义市盈率——增长、风险和发放率（股本回报率）——时曾提到的企业基本因素，能对此作出解释。通常，最低市盈率的行业板块产生的不仅是最低的预期增长，而且还有较低的股本回报率。最高市盈率的行业板块能带来较高的预期增长以及较高的股本回报率，尽管它会伴随有更高的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3–3 比较了这两组股票的增长、风险和股东权益回报率。

表 3–3 基本要素的比较：高市盈率与低市盈率板块

	风险评估		预期增长		利润	
	贝塔系数	标准方差	下 5 年的每股盈余	下 5 年的收益	投资资本报酬率	股本报酬率
低市盈率板块	0.61	0.48	11.61%	5.56%	7.64%	9.30%
高市盈率板块	1.76	0.84	17.01%	7.65%	14.66%	16.50%

在计算资本回报率和股本报酬率时，我们采用过去 5 年的平均值来计算以克服因 2002 年的经济不景气造成的跌价收益（和股本回报率）。要注意的是，最低市盈率的行业板块的收益和收入的预计增长较低，而且其预计收益亦低于最高市盈率的行业板块。

跨时间的市盈率

市盈率为 12 在现今市场里算是比较低的市盈率，但是在 1981 年的股本市场里则会被看作是较高的市盈率。由于市盈率会随着时间而改变，低、高市盈率的判断要素也会随之改变。因此，图 3–5 分析了美国所有股票的平均市盈率。

要注意的是，市盈率的差异会随着时间凸现，在 1975 年其最低点大约在 7 左右，而到了 1999 年其市场最高点为 33。

是什么使得市盈率随着时间会出现这么大的变化呢？确定个体企业市盈率的 3 个因素——现金流量、增长和股本成本——也同样为个体公司确定市盈率。20 世纪 70 年代中期的市盈率很低，这是因为经济增长受到石油禁运河美国随后的通货膨胀的拖累以及名义利率过高的因素影响。事实上，在市盈率维持在较低水平的 1975~1981 年这段期间，是美国政府债券利率历来首次达到两位数的时期。在 20 世纪 90 年代，伴随着经济大幅度增长及较高的生产力的利率下调，使得市盈率在该 10 年期间的高出许多。

市盈率随着时间而改变，决定低市盈率的因素也在改变。在图 3–6 里，你会看到在纽约证券交易所上市的所有股票在 1951 年到 2001 年间每年市盈率的百分点位数在第五、第十及第二十五的区间的市盈率。

1975 年为美国股票市盈率的最低点，在所有股票里，有 5%的股票其市盈率低于 2.18，10%的股票其市盈率低于 2.64，还有 25%的股票的市盈率低于3.56。相比之下，在 1998 年，所有股票里有 5%的股票的市盈率低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 3-5 标准普尔的市盈率：1960~2001 年

注：数据来自于 Bloomberg。这是自 1960~2002 年的横跨所有美国股票在每年年底的平均市盈率。

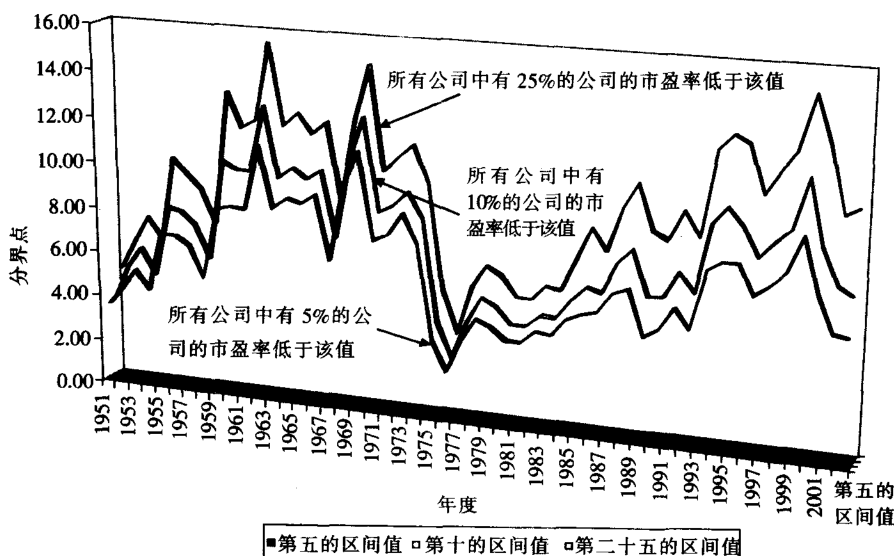


图 3-6 市盈率：不同时期的分界点

注：数据来自于 Fama/French。这里公布了对于所有美国股票的每年市盈率的第五、第十及第二十五的区间值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于 9.42，10%的股票市盈率低于 11.64，还有 25%的股票市盈率低于 14.88。这就是为何必须要对那些经验法则保持怀疑态度。例如“市盈率低于 8 的股票是低价的！”这一经验说法在 1998 年也许是合适的，然而在 1975 年却是与实际不相符的，因为在那一年有大概一半股票的市盈率都低于 8。

低市盈率的投资组合

若你决定投资低市盈率股票，那么你的投资组合会是怎样的呢？要回答这个问题，其惟一方法就是建立这样一个组合。假设对美国所有上市股票进行筛选，以找出最低市盈率的股票。对于每家公司的市盈率的计算，可以有 3 种方法：基于最近会计年度的收益得出现行市盈率，基于最近 4 个季度的收益得出滞后市盈率，以及基于下一会计年度预期收益得出远期市盈率。每种算法都有其拥护者，并且每种结果都能透露出一些有价值的的信息。为了稳妥起见，我们选择市盈率在 3 种算法下都低于 10 的股票。表 3–4 列出了根据 2002 年 10 月的数据所得出的投资组合。

仔细的分析这一组合，你会发现市场里（整个样本包括了超过 7 000 家公司）有 116 支股票符合现行市盈率、滞后市盈率及远期市盈率都低于 10 的条件。尽管公共事业及金融财经服务股在组合中所占比例不太合适，该组合所包含的企业已相当多元化了。

故事的更多内容

就算低市盈率股票能带来较高的收益，你就该冲动地去买进这些股票吗？这种投资组合也许确实包括了不少被低估价值的企业，然而它可能会因某些原因而选中了一些不那么值得投资的企业。首先，所有收益质量并不都是一样的。最近这些年，有些企业曾利用会计手法和一次性收入处理以展现出较高收益。对于这些企业，你会期望其以低于其他企业的市盈率交易。其次，就算收益并没因会计准则的选用而被歪曲，公司的收益也可能是不稳定的而低市盈率则会反映出投资该股票的这一较高风险。第三，一个较低的市盈率也可以预示出企业的增长前景已经到达尽头，从而这将可能是一个劣质的投资。

风险和市盈率

在前一节里，通过对比低市盈率股票和市场里其余股票的长期投资回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3–4 市盈率低于 10 的股票（2002 年 10 月，美国）

公司名称	行业	现行市盈率	拖曳市盈率	前期市盈率	公司名称	行业	现行市盈率	拖曳市盈率	前期市盈率
Acclaim Entertainment	娱乐	7.45	3.88	5.73	Kroger Co	杂货	9.70	9.70	7.87
AES Corp	电力	0.70	0.70	1.31	Lafarge No America	水泥	8.59	7.53	7.70
Aftermarket Tech	汽车–贴牌	8.14	6.44	6.29	LandAmerica Finl Group	金融	6.29	5.79	6.52
Allegheny Energy	电力（东）	1.22	1.74	2.68	Lennar Corp	房屋建造	8.54	7.98	6.65
Allied Waste	环境	6.93	6.81	6.57	M.D.C.Holdings	房屋建造	6.22	6.27	6.15
Allmerica Financial	财险	2.57	4.91	3.23	Magna Int'l'A'	汽车–贴牌	8.51	8.42	8.52
Amer Axle	汽车–贴牌	9.53	7.59	7.31	Marathon Oil Corp	石油	5.12	8.07	9.41
Aquila Inc	电力	2.83	5.55	6.81	May Dept Stores	零售	9.60	9.60	9.80
Argosy Gaming	旅馆/游戏	8.18	6.30	7.16	McDermott Int'l	多元化	5.69	5.69	3.59
Ashland Inc	石油	4.27	8.76	7.59	Metro One Telecom	工业服务	8.02	7.91	3.94
Astoria Financial	储蓄银行	9.66	9.66	7.88	MGIC Investment	金融	6.96	6.81	6.34
Bally Total Fitness	娱乐	2.75	2.84	3.01	MicroFinancial Inc	金融	1.34	1.34	3.17
Beverly Enterprises	医疗	4.75	4.84	4.30	Mirant Corp	电力	0.68	0.77	1.33
Building Materials	建筑	6.16	6.16	7.02	Nash Finch Co	食品批发	7.52	6.00	5.73
CAE Inc	国防	5.76	5.76	6.60	Nationwide Fin'l	人寿保险	8.02	8.20	7.77
Calpine Corp	电力	1.16	1.40	2.31	Nautilus Group Inc	人寿保险	7.17	5.49	5.18
Can.Imperial Bank	银行	7.62	7.62	8.55	New Century Financial	人寿保险	9.94	4.21	3.44
Centex Corp	建筑	7.02	6.80	5.61	Petroleo Brasileiro ADR	石油金融	2.97	2.97	3.23
Chromcraft Revington	家具	7.11	7.47	6.84	Petroleum Geo ADR	油田	3.15	3.65	2.35
Cleco Corp	电力	7.34	6.81	7.87	Philip Morris	烟草	9.59	8.58	9.17
CMS Energy Corp	电力	5.92	6.90	5.48	PinnacleWestCapital	电力(西部)	6.67	6.67	8.23
Cryolife Inc	医疗	6.01	6.01	4.19	PMI Group	财险	8.71	8.71	7.29

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	行业	现行市盈率	拖曳市盈率	前期市盈率	公司名称	行业	现行市盈率	拖曳市盈率	前期市盈率
Del Monte Foods	食品加工	8.23	8.23	8.47	PNM Resources	电力(西部)	4.97	6.60	9.60
Dixie Group	纺织	0.00	9.33	6.22	Precision Castparts	国防	5.44	5.41	6.55
DominionHomesInc	房屋建造	7.14	5.04	5.55	Publie Serv Enterprise	电力(东部)	5.62	6.49	6.01
Downey Financial	储蓄银行	8.46	9.14	9.76	Pulte Homes	房屋建造	8.49	7.10	6.20
DPL Inc	电力	8.34	8.34	9.22	Quaker Fabric	纺织品	9.16	7.23	7.34
Duke Energy	电力(东)	7.78	8.27	7.65	Quanta Services	工业服务	1.89	1.89	4.21
Dura Automotive'A'	汽车–贴牌	5.99	5.90	3.62	R.J.Reynolds Tobbcco	烟草	8.03	5.99	5.65
Dynegy Inc 'A'	燃油	0.46	0.56	3.87	Radian Group Inc	金融	9.39	8.46	7.80
El Paso Electric	电力(西)	8.17	8.17	9.43	Radiologix Inc	医疗服务	7.35	6.67	7.77
Electronic Data Sys	软件	5.84	5.14	4.37	Republic Bancorp Inc KY Cl A	银行	9.87	8.64	9.09
ENDESA ADR	电力	8.13	9.77	8.01	Ryland Gronp	房屋建造	7.21	6.26	6.87
ePlus Inc	互联网	7.70	7.87	7.80	Salton Inc	房屋	2.76	2.76	6.52
Federated Dept Stores	零售	9.62	9.05	8.63	Sears Roebuck	零售	7.77	7.13	4.69
Fidelity Nat'l Fin'l	金融	9.09	7.26	6.48	Shaw Group	金属加工	8.90	6.31	5.84
First Amer Corp	金融	9.03	8.11	9.55	Sola Int'l	医疗	6.95	7.27	9.23
FirstFed Fin'l–CA	储蓄银行	8.90	8.96	9.28	Sprint Corp	通讯服务	8.47	8.47	8.85
Fleming Cos	食品批发	2.47	2.47	2.23	Stillwater Mining	金银	3.25	3.25	5.28
Flowserve Corp	机器	8.78	6.88	5.31	SUPERVALU INC	杂项	9.02	8.19	7.03
Foot Locker	零售	9.48	8.94	8.53	TECO Energy	电力(东)	5.71	5.71	5.79
Gadzooks Inc	零售	7.58	6.74	7.02	Telefonos de Mexico ADR	电话	8.04	8.04	8.03

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	行业	现行市盈率	拖曳市盈率	前期市盈率	公司名称	行业	现行市盈率	拖曳市盈率	前期市盈率
Genesco Inc.	制鞋	7.15	7.61	9.02	Toll Brothers	房屋建造	6.51	6.18	6.66
Gerber Scientific	仪表	9.29	9.29	5.69	Tommy Hilfiger	服装	5.76	6.67	5.50
Goodrich Corp	国防	5.92	5.92	6.78	Trans World Entertain	零售	7.50	7.50	7.52
Greater Bay Bancorp	银行	8.24	6.33	6.45	Triumph Group Inc	仪表	8.41	8.92	7.94
Green Mountain Pwr	电力(东)	7.78	7.78	9.43	TXU Corp	电力	3.58	3.19	2.70
Group 1 Automotive	零售	8.89	8.89	6.93	Tyco Int'l Ltd	多元化	5.01	5.00	7.52
Gulfmark Offshore	航海	7.09	9.88	8.78	UIL Holdings	电力(东)	7.08	7.88	8.35
Handleman Co	娱乐	5.87	5.78	5.74	United Rentals	机器	3.96	3.96	3.11
Haverty Furniture	零售	9.70	8.40	9.45	Universal Amern Finl Corp	人寿	8.99	9.76	8.31
HEALTHSOUTH Corp	教育服务	4.41	4.41	3.84	Universal Corp	烟草	8.35	8.35	8.62
Helen of Troy Ltd	化妆品	9.01	9.01	7.27	URS Corp	工业服务	7.37	6.24	7.37
Household Int'l	金融	6.59	7.06	4.52	Warrantech Crop	工业服务	7.59	5.61	3.00
Imperial Chem ADR	化工	7.01	7.01	8.97	Westar Energy	电力	0.00	3.34	9.43
Inter TAN Inc	零售	9.00	9.00	8.59	Westpoint Stevens	纺织品	0.00	5.29	1.60
KB Home	房屋建造	8.51	7.13	6.32	Whirlpool Crop	电器	8.41	7.49	7.13
					World Acceptance	金融	6.45	6.10	6.98

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报，我们得出低市盈率股票获得的回报确实比平均回报要高。然而，这些股票的风险很可能也比平均值高而这超额回报也许仅是这额外风险的相应补偿而已。评估风险最简易的方法就是考虑股票价格的变动性，它是以股票价格在之前时间的标准偏差来计算的。现在来分析一下在上一节末所建立的低市盈率股票组合，并计算出组合里的每只股票的价格标准偏差。在图 3-7 里，我们将 3 年期和 5 年期的低市盈率组合的标准偏差平均值与市场里所有股票的标准偏差进行了比较。

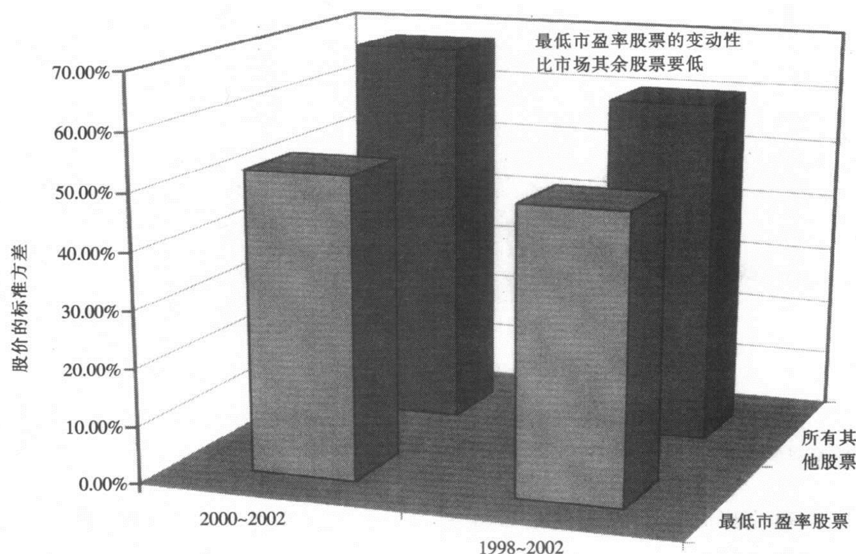


图 3-7 股价的标准方差

注：数据来自于 Value Line。这里公布了在 3 年期和 5 年期里每周股价的平均按年计算的标准方差。

令人惊讶的是，最低市盈率的股票普遍比最高市盈率股票要较为稳定些，尽管在低市盈率组合里有些股票的不稳定性要比市场平均值高。

有些研究尝试以评估进行风险调整后的超额收益来控制风险。为此，将必须运用风险和回报模型，该模式评估了在给定风险值情况下的投资风险并估算了他们的预期回报。另外，有些研究员使用资本资产订价模型（CAPM）并确定低市盈率及高市盈率组合的贝塔系数。两种模型所得到的结论是一致的，即没有作风险调整的分析表明：在进行了贝塔风险系数调整后，低市盈率股票获得的回报比高市盈率股票高出许多。因此，我们对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低市盈率组合里的每支股票都进行了贝塔系数的计算，并且将组合的贝塔系数平均值和所有其与股票的平均值进行比较，其结果能在图 3–8 里看到。

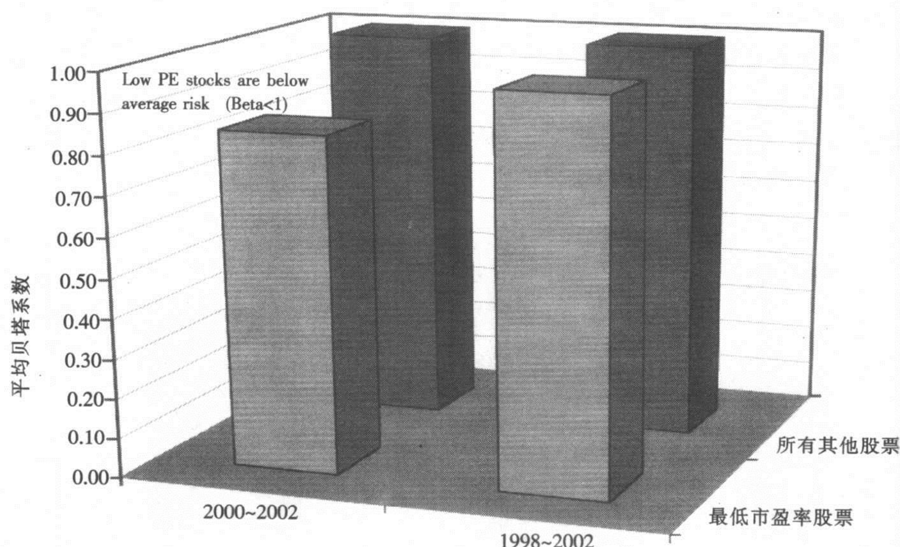


图 3–8 低市盈率公司的风险系数

注：数据来自于 Value Line。这是组合里不同股票的平均贝塔系数（计算了 5 年里的每周利润）。

在这个风险评估里，低市盈率组合同样表现出色，其平均贝塔系数要低于市场里其他股票的平均值。

低市盈率组合的贝塔系数和标准偏差的平均值低于市场其余股票的平均水平，尽管如此，根据风险指标来筛选股票仍是比较谨慎的。比如说，你可以剔除掉那些风险、贝塔系数或是标准偏差排在所有上市公司前 1/5 的企业。对于在 2002 年 10 月所有上市公司，它们的贝塔系数分界值为 1.25 而标准偏差分界值为 80%。从样本中剔除掉贝塔系数大于 1.25 或标准偏差超过 80%的企业后，整个组合的股票数目从 115 个降到了 91 个。表 3–5 列出了因不满足筛选条件而被剔除的那 24 家公司。

请注意，我们是要求那些公司必须同时满足这两个筛选条件。因此，对于那些贝塔系数低于 1.25 但标准偏差超过 80%的公司（例如 Westpoint Stevens 公司），我们也把他们从组合中删除掉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-5 从低市盈率组合里剔除掉的公司：风险测试

公司名称	行 业	贝塔系数	标准方差
Beverly Enterprises	医疗服务	1.27	75.58%
Allmerica Financial	财险	1.31	49.50%
Precision Castparts	国防	1.33	52.58%
Federated Dept Stores	零售	1.34	46.00%
Telefonos de Mexico ADR	通讯	1.4	43.74%
Petroleum Geo ADR	油田	1.4	74.49%
Shaw Group	金属加工	1.44	69.20%
United Rentals	机器	1.68	58.13%
Flowserve Corp	机器	1.71	54.84%
InterTAN Inc	零售	1.73	61.29%
Dynegy Inc ‘A’	燃油	1.78	77.24%
Tyco Int'l Ltd	多元化	1.87	60.57%
Stillwater Mining	金银	1.87	65.61%
Salton Inc	房屋	2.05	73.57%
Cryolife Inc	药品	-0.34	81.08%
Dura Automotive ‘A’	汽车贴牌	2.35	81.56%
Quanta Services	工业服务	2.48	82.67%
Calpine Corp	电力	1.95	85.18%
Metro One Telecom	工业服务	1.74	86.70%
AES Corp	能源	2.26	89.64%
Aftermarket Tech	汽车贴牌	1.02	100.83%
ePlus Inc	互联网	1.57	113.77%
Westpoint Stevens	纺织	0.74	126.22%
Acclaim Entertainment	娱乐技术	3.33	237.57%

低增长和市盈率

一支股票的市盈率偏低，其中一个原因可能是因为其较低的预期增长。许多低市盈率公司都是些处于成熟行业的企业，这类公司的潜在增长可能性很小。若你投资低市盈率的股票，可能会遇到的风险是，你所持股票也许没有活力甚至是其增长率为负值。因此，作为一个投资者，你必须考虑是否愿意牺牲较低增长率以换取较低的市盈率。

考虑风险的存在，对公司增长的评估有多种方法。你可以分析在过去几个季度或年度里该公司的收益增长情况，但这只是些背景分析而已。有些收入在过去几年一直停滞的股票，他们也许会出现较高的增长，就像有些在过去几年收益发展一直表现不错的股票，其未来的预期增长却非常小或是几乎为零。为免过分受历史数据所影响，投资者们通常会专注于对企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业未来的预期收益增长的分析。对不同预测时期增长率的确定可以从分析家那里获得，而且像 I/B/E/S 和 Zacks 这样的投资研究公司通常会对不同分析家们所预测的增长率进行归纳总结并算出其平均值。在图 3–9 里，显示了 2002 年 10 月低市盈率组合里的企业每股收益的过去及预期增长率的平均值，并将之与市场其余股票的对应数据进行比较。

若你回顾过去（1 年或是 5 年）的数据，你会发现最低市盈率股票的收益增长比其他股票要快。然而，低市盈率股票的销售及收入的预计增长相对比较低，说明这可能是该投资组合的一个潜在问题，并且这也是为何这些股票以较低价值进行交易的部分原因之一。因此，在考虑低市盈率股票组合时要注意甄别出那些增长率较低或为负值的股票。若限定最低预期增长率为 10%，那么将有 52 家企业会从低市盈率样本中被删除掉。若把最低预期增长率定为 5%，则样本企业会减少 27 家。假如你认为分析家预

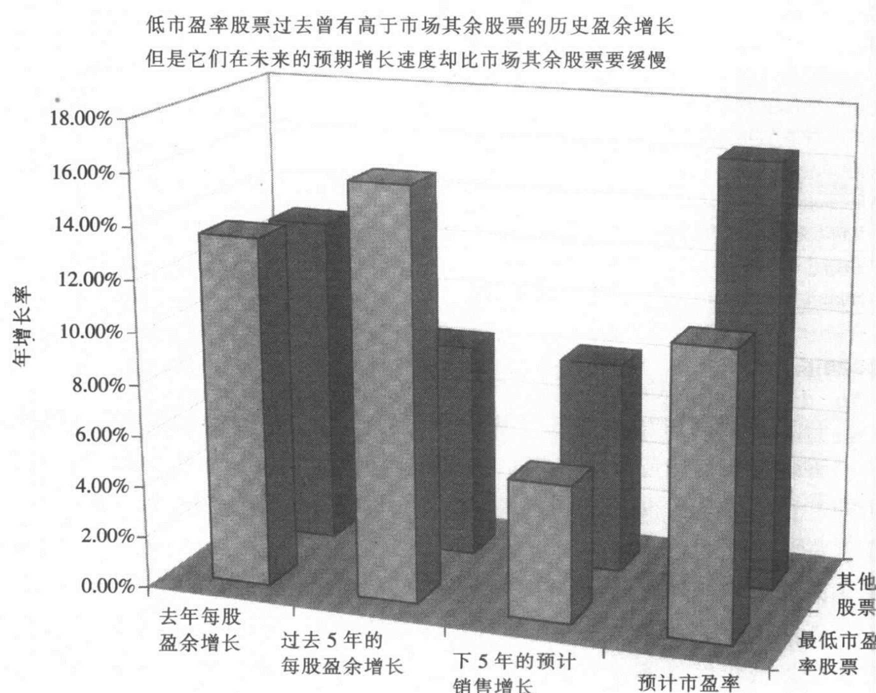


图 3–9　增长率：低市盈率股票与其他股票

注：数据来自于 Value Line。下个 5 年的预计销售和市盈率增长是通过分析家预测获得的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

测值趋于过度乐观从而额外限制其历史增长率要超过 5%，那么该样本会再减少 18 家企业。表 3–6 归纳了因引入双重增长限制——历史每股收益增长率超过 5%并且分析家预计的每股收益增长超过 5%——而从样本中被剔除的 41 家企业。

表 3–6 从低市盈率组合里剔除掉的公司：增长测试

公 司 名 称	股票代号	预计每股盈余增长	过去 5 年的每股盈余增长
因预计增长低于或等于 5%而被剔除			
Aquila Inc	ILA	–10.00%	7.00%
CMS Energy Corp	CMS	–4.00%	–0.50%
PNM Resources	PNM	–1.50%	11.50%
UIL Holdings	UIL	–1.00%	4.00%
Trans World Entertain	TWMC	–0.50%	0.00%
Stillwater Mining	SWC	0.50%	0.00%
Allegheny Energy	AYE	1.00%	8.50%
因预计增长低于或等于 5%而被剔除			
Allmerica Financial	AFC	1.00%	11.50%
Marathon Oil Corp	MRO	1.00%	28.00%
Imperial Chem ADR	ICI	1.50%	–3.50%
Pinnacle West Capital	PNW	2.00%	9.00%
El Paso Electric	EE	2.50%	15.50%
Salton Inc	SFP	2.50%	72.50%
Calpine Corp	CPN	3.50%	0.00%
Sprint Corp	FON	3.50%	0.00%
Ashland Inc	ASH	3.50%	14.50%
Universal Corp	UVV	3.50%	15.50%
Westpoint Stevens	WXS	4.00%	0.00%
ENDESA ADR	ELE	4.00%	1.00%
Quanta Services	PWR	4.50%	0.00%
TECO Energy	TE	4.50%	4.50%
Lafarge No. America	LAF	4.50%	17.50%
Del Monte Foods	DLM	5.00%	0.00%
May Dept. Stores	MAY	5.00%	6.00%
Tommy Hilfiger	TOM	5.00%	15.00%
Precision Castparts	PCP	5.00%	20.50%
AES Corp	AES	5.00%	28.50%
因历史增长低于或等于 5%而被剔除			
Westar Energy	WR	16.00%	–25.50%
Green Mountain Pwr	GMP	20.50%	–19.50%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(续)

公司名称	股票代号	预计每股盈余增长	过去5年的每股盈余增长
Petroleum Geo ADR	PGO	15.00%	-14.50%
Beverly Enterprises	BEV	9.50%	-12.50%
Gerber Scientific	GRB	14.00%	-9.50%
Quaker Fabric	QFAB	18.17%	-5.50%
Sola Int'l	SOL	6.00%	-3.50%
Nash Finch Co	NAFC	17.50%	-3.50%
Aftermarket Tech	ATAC	8.50%	2.00%
TXU Corp	TXU	9.50%	2.00%
Electronic Data Sys	EDS	13.00%	2.50%
Chromcraft Revington	CRC	13.00%	4.00%
Gadzooks Inc	GADZ	18.33%	5.00%

收入质量和市盈率

鉴于他们对每股收益的关注，市盈率会使你在那些计算该收益的会计人员面前显得十分无助。若你觉得这些会计人员处理不妥当但却是在符合会计准则规定的原则下撇除偏见地计算这些收益，那么你就能毫无疑虑地运用这些市盈率进行分析。在最近这些年的会计丑闻影响下，你可能会认为会计收益很容易被人为操纵。若高收益不是因为公司的有效经营而是因为一次性项目（例如子公司的出售、清算或资产分派）或是可疑性项目（如养老金的收入）而产生的，那么对于这类收益就不能给予过多的信任，在分析利用时就需要对其数值打多些折扣（从而导致较低的市盈率）。

对于那些带有可疑性项目的股票，你该如何从样本中甄别出来呢？要做到这一点比较困难，因为你总是在事发后才会意识到问题的存在。然而，你也许能查到一些以前曾有过收益操纵行为的蛛丝马迹。其中一个线索是，企业频繁的重报收益，尤其是当这种重报会使得收益不合比例地减少时。另一个线索是，经常用一次性支出去减少收益。第三个线索是，收入增长和收益增长的不一致。若一家企业在这一、两年的收入增长较低时仍能公布较高的收益增长，这是完全有可能的，但是，对于一家每年的收入增长仅为5%的企业如何能够年复一年地保持每年20%的收益增长，这实在是让人难以理解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者的教训

本章总结的主要经验教训是，低市盈率企业要么可能是被低估了价值，要么就是一个值得投资的对象。若你把这一点与低增长和高风险是低市盈率的头号祸首这一事实结合起来理解，那么你就能清楚地明白，你需要的股票组合为低市盈率的、具有潜在增长的高质量收益以及较低风险值的。因此，该投资策略的要旨就是要找到合适的甄别方法以选出符合这些要求的投资组合。

（1） 低市盈率：对此，你需要作两个决定。第一个是，要确定用于计算市盈率的方法。你不仅要决定是否用现行市盈率、滞后市盈率或是远期市盈率，你还需决定是要选用基本收益还是摊薄收益。第二个你必须要做的决定是，你要确定多少才是低市盈率的合适分界点。换句话说，你会选择所有市盈率低于 12 的股票还是那些市盈率低于 8 的股票？就像本章节较早前提到的，怎样才算是低市盈率这是相对的。也就是说，市盈率为 12，在市盈率中位数为 25 的市场里算是低市盈率，而在市盈率中位数为 7 的市场里就算是高市盈率。若想为你的选择定下一个尺度，你可以用百分位数在第十或第二十区间的股票水平作为低市盈率的分界点；到底选哪个数值，则取决于其他甄别限制的苛刻程度以及你最终组合里打算要保留的股票数目。

（2） 低风险：在这里，你同样要作两个判断。首先是你用于甄别企业的风险评估方法。在最后一节里，我们用了股价的标准偏差和贝塔系数来筛选股票，然而对于风险的评估还有其他许多方法可供你考虑。你可以用负债权益比来衡量财务杠杆的风险。此外，还有大量的评估风险方式。例如，标准普尔用类似公司债券等级分类的方法以字母来给股票归类。根据标准普尔的分类标准，一个 A 等级的公司股本比 BBB 等级的要稳健得多。第二个要判断的是，在何种等级下的股票该被你剔除。例如，根据标准偏差，你会把标准偏差大于市场中位数或平均值的所有股票都剔除掉，或是会选择一个比较低的标准呢？

（3） 合理的收益预期增长：尽管要找到同时具有低收益率和高预期增长率的公司不太可能，然而你可以设立一个增长门槛。例如，你可以剔除所有预期收益增长率低于 5%的企业。这分界点是怎么得出来的呢？你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以查看整个市场并以市场增长率的中位数或平均值作为指标。

(4) 收益质量：这可能是你所遇到的最棘手并最花时间的检测。要想不出错，你需要仔细分析每一家通过前期筛选的企业连续几年的会计报表。为使检测变得较为简单，你可以剔除那些你对其收益质量有所怀疑的企业。比如，你可以剔除那些具有以下特性的企业：

- 在过去几年不停地重报收益：这可被看作是企业隐藏会计问题的信号。
- 通过收购而不是内部投资而获得的收益增长：那些通过收购而获得增长的公司相对更有可能含有那些使现行收益不可靠的一次性支出（如重组费用）和非现金支出（如商誉的摊销）。
- 重大股票期权授予或一次性交易的利润：一次性利润使得对“规范化收益”的寻找变得困难，并且重大的股票期权授予会使得预测每股数目变得复杂。

考虑到这些甄别条件，2002 年 10 月所有通过了以下甄别的股票都被列入考查范围之内：

- 市盈率（现行、滞后或远期市盈率）低于 12 的（占当时甄别样本百分位数的第二十区间，即这一数值比样本中的 20%的企业都高）。
- 贝塔系数低于 1 并且过去 5 年间股价的标准偏差低于 60%（这是所有上市股票的标准偏差中位数）。由于其中有些企业可能债务高筑，为了控制这一点，任何债务超过其账面资金 60%的企业也会被排除。
- 在未来五年的（分析家估计的）每股收益的预期增长超过 5%并且其每股收益的历史增长率（在过去 5 年）也超过 5%。

此外，任何一家在过去 5 年重报收益或在过去 5 年有多于两次大型重组支出的企业亦被剔除。最后得出的 27 支股票组合归纳在本章结尾的附表里。该组合非常多元化，共包含了来自于 23 种不同行业的公司。

结　论

传统看法认为低市盈率股票是低价的并且还具有不错的投资价值。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种看法受到低市盈率股票比高市盈率股票更能产生稳健溢价的经验证据所支持。若你把市盈率和企业基本面联系起来，低市盈率还能被看作是高风险和低未来增长率的指标信号。在这一章里，我们以建立一个低市盈率股票组合并排除那些风险和增长测试不过关的股票的方式直接把他们联系起来。在现行、滞后及远期市盈率低于 10 的 115 支股票里，样本中有超过 60%的企业会因有着高于平均风险系数或低于平均增长率而被剔除。

总而言之，仅根据低市盈率而进行股票投资的策略是很危险的。结合合理增长率和低于平均风险这些因素来进行低市盈率股票投资的这一策略相对能为你提供更多的保障，不过其前提是你打算进行长期的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

章末附表：

识别			市盈率			风险评估			每股盈余增长		
公司名称	股票代码	行业	现行 PE	拖曳 PE	前期 PE	贝塔	标准方差	债务/资本	过去5年	下个5年	期权所占百分比
Washington Federal	WFSL	储蓄银行	11.22	10.90	10.89	0.90	32.84%	0.00%	7.50%	11.50%	0.00%
CEC Entertainment	CEC	餐馆	10.28	11.30	9.65	0.90	38.87%	13.36%	65.00%	17.00%	2.57%
Magna In'l 'A'	MGA	汽车零部件	8.77	9.30	8.44	0.90	27.78%	24.01%	9.50%	10.50%	17.21%
Bank of Nova Scotia	BNS.TO	银行	10.65	10.80	10.05	0.90	24.71%	29.40%	15.00%	10.00%	1.68%
Centex Construction	CXP	水泥	9.87	10.90	9.04	0.75	38.04%	29.89%	20.50%	8.50%	0.38%
Zions Bancorp	ZION	银行	11.46	11.60	10.83	0.95	31.70%	30.94%	15.00%	11.50%	1.07%
Nat'l Bank of Canada	NA.TO	银行	10.09	11.50	9.38	0.80	22.60%	31.25%	13.00%	9.50%	0.48%
V.F.Corp	VFC	服装	11.03	11.20	10.72	0.90	35.17%	31.76%	6.50%	8.50%	3.11%
Right Management	RMCI	人力资源	8.97	9.30	8.69	0.60	53.97%	35.38%	9.00%	23.50%	9.19%
Tredegar Corp	TG	化工	9.46	11.40	8.64	0.80	43.01%	35.63%	16.50%	14.00%	1.90%
Ryan'sFamily	RYAN	餐馆	9.00	9.70	8.70	0.75	34.50%	35.97%	15.00%	14.00%	3.53%
Loews Corp	LTR	金融服务	8.12	10.60	6.71	0.90	37.83%	39.40%	5.50%	8.00%	0.00%
Building Materials	BMHC	零售	7.66	7.60	7.25	0.85	39.13%	40.80%	7.50%	8.00%	0.85%
Ameron Int'l	AMN	建材	7.23	7.10	6.78	0.75	33.63%	42.33%	14.50%	5.00%	3.18%
IHOP Corp	IHP	餐馆	10.86	12.00	9.87	0.85	32.28%	43.17%	15.00%	12.00%	1.77%
Universal Forest	UFPI	建筑材料	9.60	9.80	8.46	0.75	32.67%	43.28%	14.00%	12.00%	2.91%
TBC Corp	TBCC	轮胎橡胶	9.88	9.90	9.29	0.85	45.08%	43.84%	7.00%	10.00%	1.84%
Haverty Furniture	HVT	零售	10.57	10.20	9.70	0.85	51.68%	45.48%	17.50%	14.00%	2.39%
Brown Shoe	BWS	制鞋	9.52	10.90	9.05	0.75	51.55%	45.73%	9.00%	8.00%	1.97%
Philip Morris	MO	烟草	9.02	9.10	8.94	0.65	36.31%	50.60%	10.50%	9.00%	0.00%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(续)

识别			市盈率			风险评估			每股盈余增长		
公司名称	股票代码	行业	现行 PE	拖曳 PE	前期 PE	贝塔	标准方差	债务/资本	过去5年	下个5年	期权所占百分比
Smithfield Foods	SFD	食品加工	11.77	11.00	9.93	0.90	39.34%	52.06%	26.00%	10.00%	2.15%
Sealed Air	SEE	包装	7.17	7.00	6.93	0.75	53.38%	52.12%	5.50%	15.00%	0.00%
SUPERVALU INC	SVU	食品批发	8.21	8.70	7.31	0.75	37.58%	54.11%	8.00%	10.00%	0.81%
Duke Energy	DUK	电力	8.79	11.00	8.48	0.70	36.49%	55.13%	6.00%	7.50%	0.70%
Safeway Inc	SWY	杂货	8.16	8.90	7.75	0.75	31.68%	55.68%	25.00%	12.00%	1.97%
Hovnanian Enterpr	HOV	房屋建造	8.19	10.40	8.45	0.95	52.20%	57.91%	22.00%	22.50%	3.70%
CAE Inc	CAE.TO	航空/国防	8.92	7.50	6.86	0.75	59.44%	59.97%	17.50%	12.00%	1.17%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第4章 当股票交易价格低于账面价值

海尔格为何不再相信会计师

海尔格是一位心理学家，她一直想要成为一位会计师。她觉得自己所学的科目不够实在并且缺少严谨性，对此她感到很遗憾，因而，她希望能在一个有着清晰规则和原则的行业领域内工作。一日，她在《华尔街日报》上读到了一篇关于环球电信公司的文章，据报道说，这家公司股票的交易价格是其账面价值的一半。以她那有限的会计知识来理解，她知道，账面价值代表了会计人员对该公司的股本价值的估算。她认为“若一支股票以低于账面价值交易，那么它的定价一定是偏低的”，因此她投资了大量资金购买该支股票。

她自信满满地以为自己的投资很保险，并在默默等待着股价上升到股本的账面价值。然而情况并未如她所愿，该股票的价格下跌了。在她仔细地研究了环球电信后，她发现，该公司的管理层名声很差，而且在过去10年的每一年里，它要么亏损要么就几乎毫不盈利。尽管这样，海尔格依然对它的会计价值抱有信心，她相信即使在最差的情况下也会有人愿意按其账面价格来购买该公司股票。可是在该年年末，她的希望终于破灭了。会计师们宣布为了反映该公司过去所进行的不良投资，他们将调低该公司的股本账面价值。不多久，该公司股价跌破其账面价值，而其账面价值则反过来回归至其下跌后的价格水平。从此，海尔格成为会计师的梦想是彻底打消了。

这则故事的寓意是：账面价值只是人们对它的一个评价，而并不代表着事实。

股本的账面价值是会计人员对一家公司股本价值的估量。尽管会计人员的信用度在最近几年一直呈下降趋势，许多投资者仍然继续相信，会计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人员所提供的关于股本真实价值的评价要比金融市场的评价更为稳妥且更接近现实，这些投资者觉得后者太容易受到投资者非理性的情绪波动所影响。按照这一看法可推出以下结论：以低于账面价值交易的股票其价值被低估了，而那些以高于账面价值交易的股票则是被高估了价值。正如你在本章将看到的，该结论在有些时候确实是事实，然而有很多股票之所以以低于账面价值的价格交易是因为它们曾进行了不良的、高风险的，又或是既不良且高风险的投资。

故事的核心内容

以低于账面价值交易的股票是被低估了价格，这一观念已经存在了有数十年。它一直被投资者和组合管理者当作价值甄别的条件。那些研究互惠基金的服务企业（Morningstar 晨星，Value Line 价值线和 Lipper 力柏）一直把它作为将各种基金分类为价值基金或增长基金的基础根据——价值基金投资于那些市价与账面价值比较低的股票，而增长基金则投资于那些市价与账面价值比较高的股票。而关于市盈率，存在许多的经验看法——那些以低于账面价值交易的股票是被低估了价值，而那些以高于账面价值交易的股票则是被高估了价值。

为何这些看法能对投资者们造成这么重要的影响呢？其原因有许多；在下面我们列出了其中两个原因：

- 当要估计价值时，市场比会计人员更不可靠。若你认为市场不仅多变而且还不合理，而且你本能地会觉得企业价值的会计评价是比较稳妥的，当你的这两种想法结合在一起时，相对市场估价（市场价值），很自然地，你会更看重会计评估的价值（账面价值）。因此，当一家企业以低于账面价值交易，你将倾向于相信是市场对企业价值的评价有偏差，而不是会计人员出现偏差。
- 账面价值是清算价值。除了投资者对会计人员做出的价值评估完全信任之外，人们还有一种根深蒂固的观念，那就是，若一家公司面临清算，它将会以账面价值被出售。若事实真是这样，拥护这一信条的投资者就会争论说，一支以低于账面价值交易的股票对于那些能以资产清算并付清其债务的来说是廉价而划算的。作为投资者，你可以骑在这类投资者背上等待股价慢慢向企业账面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值靠拢时坐享收益。

理论基础：市价与账面价比率及其基本要素

在第 3 章里，我们回过头从一个简单的价值模型开始分析并推出了收益倍数的决定因素，通过这种方式我们对那些影响市盈率的变量进行了研究。而对于市价与账面价比率，我们也会用同样的方式来进行分析。我们同样会从市价与账面价比率（以及其他相关的变量）的定义开始，接着就对那些导致某些公司的市价与账面价比率较高而另一些公司的市价与账面价比率较低的变量进行评估。

市价与账面价比率的定义

市价与账面价比率指的是用某一时间点的股本每股账面价值去除每股的市场价格所得到的比率。

$$PBV=\text{市价与账面价比率}=\frac{\text{每股的市场价格}}{\text{股本的每股账面价值}}$$

市价与账面价比率通常是以每股现行价格除以每股的账面价值来计算的。每股的账面价值为股本的账面价值除以发行在外股票总数。市价与账面价比率的变量远比市盈率的变量要少得多。事实上，在计算股本的每股账面价值时，你确实可以根据发行在外股票的实际数量（得出每股基本账面价值）或根据假设认购权被行使情况下可能发行在外的股数（得出每股摊薄账面价值）来计算。然而，与市盈率不同，你不需要像现行价值、滞后价值或远期价值这样的变量。通常你都会尽可能用最新的测量方法去计量每股的股本账面价值。若企业的收益是每年公布一次，那么就会根据最近一年度公布的股本来计算。若企业的收益是每季度公布一次，你则可以用最近这一季度资产负债表上的股本来计算。

会计人员们是如何计量账面价值的

要理解账面价值，你应该从资产负债表开始着手，如图 4-1，资产负债表总结了一家企业在一指定时间点所拥有的资产，这些资产的价值以及那些为这些资产筹措资金而产生的融资，债务还有股本之间的比例。

什么是资产？资产指的是可能为企业带来未来现金流入或是减少未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

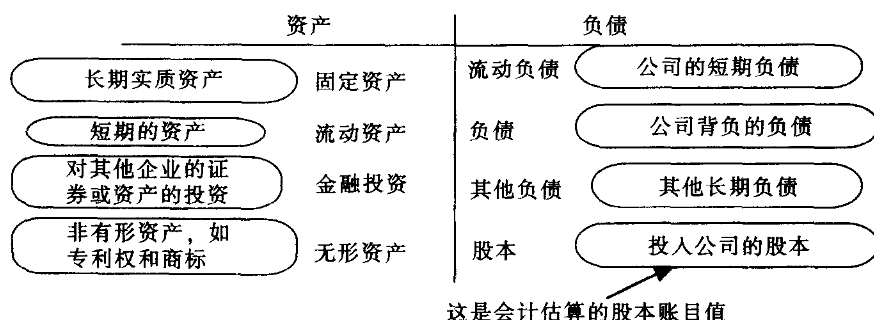


图 4-1 资产负债表

注：这是美国传统资产负债表的格式，在全球的其他地方对于资产负债表的如何构建存在着适量的变动。在部分亚洲地区，资产显示在右边而负债则显示在左边。德国公司还把退休金计划的资产及负债归入到资产负责表里。

现金流出的任何资源。这是个十分广泛的定义，它能概括几乎所有类型的资产，因此会计人员对此作出了注释，一项资源若要定义为资产，那么它必须是企业在之前交易行为里就获得该资源并且该项资源所带来的未来经济利益是能够合理可靠计量的。在会计角度来看，资产的价值在很大程度上是以历史成本这一概念为基础的，历史成本是指资产的原始成本，加上自购买后为该资产所作改进的费用，并减去因资产的老化而伴随的价值减值的损失。这一历史成本就叫做账面价值。对于固定资产来说尤其是这样，例如土地、建筑物和设备。会计人员是更有义务去重估现行资产的价值，例如存货和应收账户，以及一些可出售证券在现行市场的价值（有一个流程叫按市价计价），在资产负债表上的所有资产的账面价值通常与他们的市场价值一点都不相同。

由于资产是以历史成本来计量，所以企业的负债也因为缺乏适时数据而受同样影响。因此，在企业资产负债表上显示的负债表示的是从银行或是债券持有人直接借来的原始金额，而不是一个适时的市场价值。那么股本的账面价值又是怎样呢？在资产负债表上显示的股本价值反映的是，企业在发行股本时所收到的原始收入，在发行后因企业经营产生的收益增加（或因亏损而减少），以及扣除在此期间发放股利而造成股本减少之后的数值。然而，若将这 3 个项目用于你所称作股本账面价值的计量中时，你会发现有其他一些项目也对这个计量造成了影响。

（1）当公司为了重新发行股票或是为了支付股民行使认购权的支出而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

短期回购股票时，他们是可以把这些重新购买的股票表示为库存股票，这类股票会减低股本的账面价值。在股票回购的情况下，这些企业是不可以把库存股票长期地保留在账面上，而必须用重新购买的股票价值来抵减他们的账面价值。由于这些回购是在现行市场价格下发生的，因此他们会导致股本账面价值的大幅度下降。

(2) 那些有着长期重大亏损或是进行了大量的股票回购的企业可能会导致负股本账面价值的产生。

(3) 若一家企业有大量资金投资在有价证券上，则这些被归类为可供销售的有价证券所带来的未实现收益或亏损，在资产负债表上表示为股本账面价值的增加或减少。

作为财务报表的一部分，企业会提供本期间股东股本变化的总结摘要，在这份摘要里归纳了对于会计（账面价值）计量所发生的所有变化。

而对于收益，企业对一个项目是费用支出还是资本支出的确认，会影响其资产的账面价值；一个项目若被确认为费用则不会作为资产显示在资产负债表里。就算是一项支出被确认为资产，对于它的折旧方法的选择也会对资产的账面价值造成影响；若选用加速折旧法——在这种方法下折旧费用会在早期较高而在后期则分摊较少——那么企业所公布的资产账面价值会比较低。如果企业发生重组或是一次性费用，这对企业的资产账面价值所产生的影响更显著。总的来说，任何基于股本账面价值的投资方法都必须要努力克服这些问题，而且市价与账面价这一比率对于许多公司来说也许不算是一个良好的价值指标。

市价与账面价比率的决定因素

让我们回想一下在上一章里评估一家股利发放一直以一固定比率增长的企业的股票价值时所用的模型。在这个模型里，股本的价值可以计算为：

$$现今的每股价值=\frac{下一年度的预期每股股利}{股本成本-预期增长率}$$

为了把这个可得出每股价值的模型转变为计算市价与账面价比率的模型，可以将等式的两边同时除以现今的每股股本账面价值。这样，就得到了现金流转贴现等式，这一等式能为一家增长稳定的企业算出其市价与账面价比率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$\frac{\text{现今每股价值}}{\text{现今股本账面价值}}=\text{PBV 市价与账面价比率}=\frac{\dfrac{\text{预期每股股利}}{\text{现今每股股本账面价值}}}{\text{股本成本}-\text{预期增长率}}$$

$$=\frac{\dfrac{\text{预期每股股利}}{\text{下一年度的预期每股收益}}\times\dfrac{\text{下一年度预期每股收益}}{\text{现今每股股本账面价值}}}{\text{股本成本}-\text{预期增长率}}$$

$$=\frac{\text{预期股利发放率}\times\text{净资产收益率}}{\text{股本成本}-\text{预期增长率}}$$

让我们回想一下在上一章所介绍的 Con Ed 公司的例子。先简要说说这个例子的基本情况，该股票在下一年度预期会从3.30美元的预期每股收益中发放 2.20 美元的每股股利，其股本成本为 8%，而其预期增长率的永续年金为 3%。此外，我们还假设其现行每股股本账面价值为33美元。现在，你可以估算出 Con Ed 公司的市价与账面价比率为：

Con Ed 公司的市价与账面价比率

$$=\frac{\text{预期股利发放率}\times\text{净资产收益率}}{\text{股本成本}-\text{预期增长率}}$$

$$=\frac{(2.20/3.30)\ \times\ (3.30/33)}{0.08-0.03}=1.33$$

市价与账面价比率会随着预期增长率的增长而增长，较高增长的公司其市价与账面价比率应该会相对较高，这才符合直觉常理。若该企业是一家高风险企业并且有着较高的股本成本，那其市价与账面价比率就会比较低。对于任何给定的增长率，市价与账面价比率会随着股利分发率的增长而增长；那些对创造增长比较高效的企业（能获得较高的净资产收益率）会以较高账面价值倍数交易。事实上，将股利发放率代入这一等式：

$$\text{股利发放率} = 1-g\ /\ \text{净资产收益率}$$

$$\text{市价与账面价比率}=\frac{(1-g/\text{净资产收益率})\times\text{净资产收益率}}{\text{股本成本}-g}$$

$$=\frac{\text{净资产收益率}-g}{\text{股本成本}-g}$$

市价与账面价比率的主要决定因素是企业的净资产收益率及其股本成本的差异。在其风险（股本成本）给定的情况下，预期将一直获得的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报（净资产收益率）少于你所要求的企业，应该以低于账面价值交易。

正如在上一章所提到的，该分析可以简单地延伸到高增长企业的分析里。这个等式将变得更为复杂，不过市价与账面价比率的决定因素仍然是一样的：净资产收益率，预期增长，股利发放率和股本成本。一家股票以低于其账面价值交易的公司并不一定就是廉价的。尤其是，你应该预料到那些有着低净资产收益率、高风险和低潜在增长的公司会以较低市价与账面价比率交易。若想找出被低估价格的公司，那么你必须找出那些不协调的地方——风险较低或一般的公司以较低市价与账面价比率交易但却能保持合理的净资产收益率。

查看证据

有些投资者争论说，以低于市盈率交易的股票是被价值低估了，而且一些研究似乎也支持这一说法。在这里，你首先要对较长一段时期以来美国股市里市盈率和市价与账面价比率之间的关系进行分析，接着再把研究向其他市场延伸。

美国股市的证据

要考察低市价与账面价比的股票是否为良好的投资对象，其最简单的方法就是将这些股票所获得的收益与市场其余股票的收益进行对比分析。一项关于1973~1984年间美国股票收益率的研究发现，选取账面价与市价比较高（市价与账面价比较低）的股票来投资的这一策略，将会得到每年4.5%的额外收益。而在另一个关于1963~1990年间的股票收益率的研究里，根据市价与账面价比率，这些企业被分类成12个组合。在1963~1990年间，属于最高市价与账面价比的那类组合的企业能获得每月平均0.30%的收益，而属于最低市价与账面价比的那类企业每月平均收益为1.83%。

最近的研究是要分析在1991~2001年间，购买低市价与账面价比股票的策略表现是否优秀，并且将这些收益与较早时期的收益进行比较。为了进行比较，我们计算了10个不同市价与账面价比的组合在上一年底的年度收益，其结果归纳在图4-2里。

在你研究股票收益的3个子时期里，市价与账面价比最低的股票获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

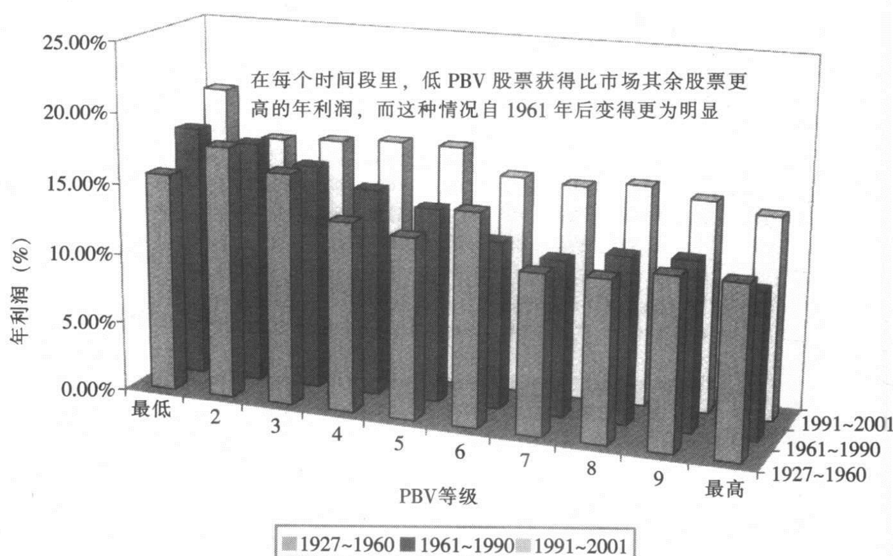


图 4–2 PBV 等级和股票回报：1927~2001 年

注：数据来自于 Fama/French。美国的股票根据每年年初的价格与账面值（PBV）比率进行分类，并计算出下一年度的年利润。这里公布了每个时期的平均年度利润。

的收益高于市价与账面价比较高的股票。在 1927~1960 年间，最低和最高市价与账面价比组合的年度收益相差 3.48%。在 1961~1990 年这一子时期里，这两个组合年度收益的差额扩大到 7.57%。在 1991~2001 年间，最低市价与账面价比的股票依然比最高市价与账面价比股票高出 5.72%。因此，低市价与账面价比股票在较长时期内都一直维持着较高的收益。

就如市盈率里所提到的，这些发现并不能表示低市价与账面价比率的股票较市价与账面价比高的股票在每个时期里都获得较高的收益。图 4–3 反映了自 1927~2001 年间，最低与最高市价与账面价比组合每年的收益差别。

虽然低市价与账面价比股票的平均表现要优于高市价与账面价比的股票，然而在某些时期它们也有表现不佳的时候。事实上，查看那些低市价与账面价比股票表现最优的时间段——在 20 世纪 30 年代早期、二战期间、20 世纪 70 年代后期以及 90 年代早期——你可以得出一个结论，即低市价与账面价比股票在整个市场不景气的时候表现仍为最优，这反映了它们作为保守型股票的本性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

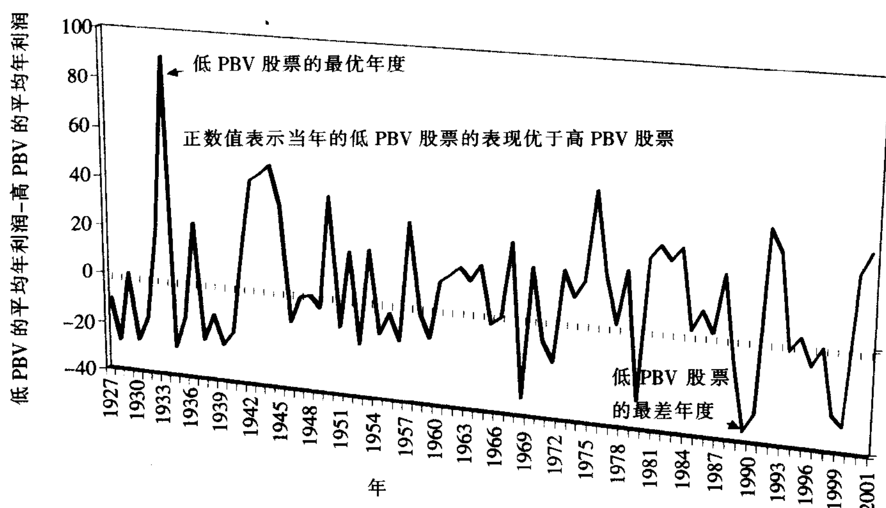


图 4-3 最低 vs 最高 PBV 的股票：1927~2001 年

注：数据来自于 Fama/French。这是最低 PBV 股票（最末排名的 10%）与最高 PBV 股票（排名最前的 10%）之间的年利润差额。

交易费用是投资者比较关心的一个问题。有一个研究，分析了市价与账面价比较低的股票在扣除交易费用后是否仍会产生超额的收益。该研究发现，在调整了 1.0%的交易费用和年度重平衡后，投资者若在 1963~1988 年间投资市价与账面价比较低的小企业，则会获得较市场高出 4.82%的表现。重平衡这些组合的最佳时间段就是更新的回报多于交易费用的那几年。

美国以外的数据

对于超过延长期的市价与账面价比低的股票获得的收益高于市价与账面价比高的股票这一发现并不只在美国市场才有。1991 年有一项分析发现，账面价与市价比率对于解释日本股票跨板块的平均收益起着很大的作用。在其他国际市场里沿用市价与账面价比率的评估，得出低市价与账面价比的股票于 1981~1992 年间在被考查的每一个市场里都获得了额外的收益。表 4-1 里列出了低市价与账面价比股票在每一个市场里所获得的按年计算的超额收益。

把这一分析延伸到新兴市场里，一项关于韩国股票的研究揭示了低市价与账面价比股票与高额收益间的这一雷同关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-1 不同国家对低 PBV 组合的利润奖励

国家	低 PBV 组合的增加利润
法国	3.26%
德国	1.39%
瑞士	1.17%
英国	1.09%
日本	3.43%
美国	1.06%
欧洲	1.30%
全球	1.88%

因此，购买低市价与账面价比股票这一策略似乎很有保障。然而你也许会问，那么多的投资者为何不用这种策略进行投资呢？在下一节里，你会了解到这一策略的一些可能出现的相关问题，并会看到那些为了解决这些问题而增加的筛选条件。

数据的处理

在这一节里，先从所有美国公司的市价与账面价比率分类开始下手，接着你会考查到跨行业板块的市价与账面价比的差异。最后，你会得出一个市场最低市价与账面价比的股票组合，而对于这个股票组合我们会在下一节作更深入的分析。

市场里的市价与账面价比分类

为了理解一个或高或低或一般的市价与账面价率是如何构成的，我们对美国上市的每一家企业的比率进行计算。图 4-4 里总结了在 2002 年 10 月的市价与账面价比率的分类。

2002 年 10 月美国所有股票的平均市价与账面价比为 3.05，但是这个数字受到了市价与账面价比超过 4 的那 600 家企业的影响而有所偏差。一个更有价值的衡量标准是以市价与账面价比的中位数 1.30 为指标；大约有一半的美国企业以低于这一中位数的市价与账面价比交易。

关于市价与账面价比还有一点值得注意的是，有些企业的股本账面价值为负值——这是因持续亏损所导致的结果——而其市价与账面价比则无法计算。在这 7 102 家企业样本里，有 1 229 家企业出现了这种情况。然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

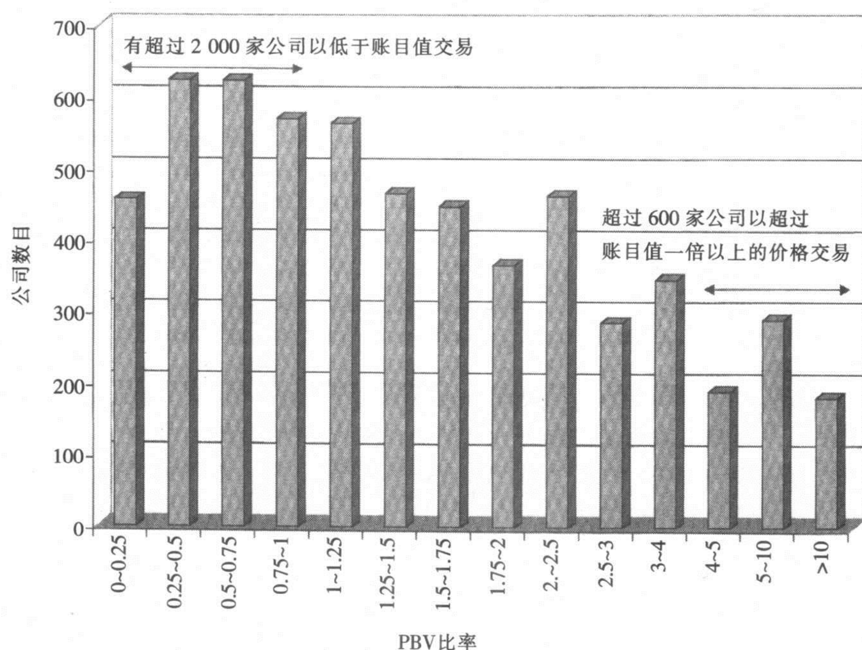


图 4–4 PBV 比率：（2002 年 10 月美国公司）

注：数据来自于 Value Line。这里显示了美国市场里处于各个 PBV 比率等级的公司数目。

而相对的，大约 2 045 家企业有着负值收益而无法计算其市盈率。

不同行业的市价与账面价比率

市场里不同板块的市价与账面价比率有很大的差异。在某些版块，大部分的股票以低于账面价值交易；而在其他一些板块里，以 5~10 倍的账面价值交易的股票是十分普遍的。为了检测不同板块的市价与账面价比率的差异，我们计算了 2002 年 10 月美国所有股票各板块的平均市价与账面价比率。在表 4–2 里，列出了最高和最低市价与账面价比率的十个板块。

为何不同板块的市价与账面价比率会有这么大的差别呢？在较早前我们对决定市价与账面价比率的基本因素所进行的分析能说明这一问题。尤其是，你应该预见到高风险、低增长以及最重要的，低净资产收益率的公司会以较低的市价与账面价比率交易。表 4–3 里显示了这 10 个最高及最低市价与账面价比率板块的平均净资产收益率、预期增长率以及市场负债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-2 最高和最低 PBV 比率板块

最低 PBV 板块		最高 PBV 板块	
行 业	PBV	行 业	PBV
电力	0.30	生物技术	4.27
投资公司（外国）	0.63	教育服务	4.50
航海	0.74	卡车运输/租赁	4.51
娱乐	0.83	信息服务	4.83
电力（西）	0.86	医药服务	4.84
钢铁（综合）	0.87	药品	5.84
房地产信托投资基金	0.89	医药供应	5.85
外国通讯	0.94	饮料（酒精）	6.04
纺织	0.98	饮料（软饮料）	6.67
轮胎橡胶	0.99	家居产品	7.99

表 4-3 基本要素的比较：低 PBV 与高 PBV 板块

	股本报酬率	贝塔系数	债务与资本比率	预期增长率
低 PBV 板块	1.90%	0.93	50.99%	12.28%
高 PBV 板块	13.16%	0.89	10.33%	20.13%

对资本的比率。

这一结果与我们的预测是一致的。最低市价与账面价比率板块的平均净资产收益率要远低于那些最高市价与账面价比率的板块，它们也暴露了更多的风险（特别是财务杠杆方面），并且其预计增长率也会低很多。换句话说，不同板块的市价与账面价比率也有很大分别，这是有其合理原因的。

关于市价与账面价比率，还有一点要补充说明的。由于账面价值是基于会计判断而得出的，所以，不应感到吃惊的是，对于最高市价与账面价比率的板块，其最重要的资产并不反映在账面上。特别是，那些用于生物工程和医药公司的研究和发展费用会导致这些企业的账面价值被低估。对于生产饮料和家用产品的公司，最重要的资产通常是其商标品牌，它既是无形资产并且还不会反映在资产负债表里。

低市价与账面价比率的组合

若你选择市场里以最低市价与账面价比率交易的股票来投资，那你的投资组合会是怎样的呢？为了解答这一问题，我们查看了 2002 年 10 月在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国上市的所有有交易价格并且股本的账面价值为正值的股票。在这个 5 883 家企业的样本里的每一家企业的市价与账面价比率都计算出来了，其中有 195 家是以低于其股本账面价值 50%的价格交易的，所有这些公司都收列在表 4-4 里。

故事的更多分析

有些股票以相对账面价值较低的价格交易，但是它们却并不是被低估了价格。在这章较早前曾提到过，低市价与账面价比率可以归因于高风险或较低的净资产收益率。在这一节，你会考虑到那些低市价与账面价比率组合里的股票的特性并测试这些投资策略的潜在问题。

高风险股票

低市价与账面价比率股票所获得的较高收益是否能用它们的风险较一般的股票要高这一理由来解释呢？在前文所提到的一些研究企图要通过计算调整风险后的收益：超额收益来测试这一假设。较早的一个研究是以评估市场风险和对低市价与账面价比的不同市场风险而作出调整后的收益来进行测试的，其得出的结论为这些股票在调整后仍然能产生超额收益。因此，若你采用传统的风险和收益的评估方法来计算，那么低市价与账面价比率的股票，相对于高市价与账面价比率股票，能获得更多的收益。

在最近几年，其他的一些研究认为，这些传统的风险评估方法是不完善且不完整的。低市价与账面价比率可以被当作测量风险的一种手段，因为那些价格远低于账面价值的企业，它们很有可能正面对着财务困难或是有歇业的可能。因此投资者必须评估这些企业所带来的超额收益是否能符合投资这些企业所要面对的超额风险。

在图 4-5 里，比较了在上一节里低市价与账面价比率组合在以下 3 种不同风险评估方法下区别市场其余股票的构建情况。

- 市场风险贝塔系数：贝塔系数被看作是衡量一支股票如何随着市场而改变的评估指标。贝塔系数大于 1，表示这支股票的风险大于市场风险的平均值。
- 过去 3 年股票价格的标准偏差：与衡量股票如何随市场而改变的贝塔系数不同，标准偏差是用来衡量股价的挥发性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-4 最低 PBV 比率的股票（2002 年 10 月，美国）

公司名称	PBV	公司名称	PBV
SpectraSite Hldgs Inc	0.01	Digital Lightwave	0.33
WorldCom Inc	0.01	Net Perceptions Inc	0.32
Vina Technologies Inc	0.18	PECO II Inc	0.16
Jupiter Media Metrix Inc	0.11	Ventiv Health Inc	0.26
Metawave Communications Corp	0.08	Lexent Inc	0.35
Beacon Power Corp	0.20	Travis Boats &Motors Inc	0.14
DDi Corp	0.07	AES Corp	0.09
Mississippi Chem Corp	0.05	NMS Communications Corp	0.24
Sorrento Networks Corp	0.14	EOTT Energy PartnersLP	0.26
BackWeb Technoigies Ltd	0.14	Ceres Group Inc	0.28
Leap Wireless Intl Inc	0.02	ACT Teleconferencing	0.37
SBA Communiations Corp	0.02	Atlas Air Inc	0.14
TranSwitch Corp	0.10	MetaSolv Inc	0.26
iBasis Inc	0.14	Management Network Grp Inc.	0.35
Alamosa Hldgs Inc	0.05	Sapient Corp	0.37
UbiquiTel Inc	0.13	Electroglas Inc	0.15
Inktomi Corp	0.09	SatCon Technology	0.38
Cylink Corp	0.31	KANA Software Inc	0.36
ATS Medical	0.10	Pegasus Communications	0.29
T/R Systems Inc	0.20	SIPEX Corp	0.22
AHL Services	0.09	Factory 2-U Stores Inc	0.21
724 Solutions Inc	0.16	Aspen Technology Inc	0.24
Gilat Satellite	0.05	America West Hldg	0.08
Critical Path	0.35	Mail-Well Inc	0.28
Petroleum Geo ADR	0.05	Pantry Inc	0.26
Genaissance Pharmaceuticals	0.19	Armstrong Holdings	0.07
Synavant Inc	0.16	Mirant Corp	0.08
Evergreen Solar Inc	0.12	Ditech Communications Corp	0.23
Therma-Wave Inc	0.08	eBenX Inc	0.37
Corvis Corp	0.27	Analysts Int'l	0.35
Finisar Corp	0.13	Quovadx Inc	0.27
Airspan Networks Inc	0.15	Aclara Biosciences Inc	0.37
Seitel Inc	0.07	Metalink Ltd	0.34
i2 Technologies	0.23	Value City Dept Strs	0.28
Mobility Electronics Inc	0.37	QuickLogic Corp	0.34
Time Warner Telecom Inc	0.09	Corning Inc	0.26
Vascular Solutions Inc	0.28	Artesyn Technologies Inc	0.28

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(续)

公司名称	PBV	公司名称	PBV
Optical Communication Prods	0.39	Digi Int'l	0.35
Allegiance Telecom	0.15	MicroFinancial Inc	0.20
SMTC Corp	0.14	Calpine Corp	0.28
Dynegy Inc 'A'	0.06	EXFO Electro–Optical Engr	0.25
Charter Communications Inc	0.15	MasTec Inc	0.30
Lucent Technologies	0.24	Hypercom Corp	0.37
U.S.Energy Sys Inc	0.31	Champion Enterprises	0.39
Braun Consulting Inc	0.32	Tesoro Petroleum	0.15
Latitude Communications Inc	0.24	Hawk Corp	0.32
AXT Inc	0.13	Spectrian Corp	0.24
Digital Generation Sys	0.34	Trenwick Group Ltd	0.35
Titanium Metals	0.10	GlobespanVirata Inc	0.26
Pemstar Inc	0.22	Spartan Stores Inc	0.22
SonicWALL Inc	0.35	TTM Technologies Inc	0.42
Discovery Partners Intl Inc	0.40	Oglebay Norton Co	0.42
Integrated Silicon Solution	0.37	Standard Management Corp	0.43
Quanta Services	0.15	Chart Industries	0.43
REMEC Inc	0.40	Technology Solutions	0.43
eXcelon Corp	0.39	Tweeter Home	0.43
CyberOptics	0.32	Captaris Inc	0.43
Olympic steel Inc	0.28	Net2phone Inc	0.44
McDermott Int'l	0.29	Resonate Inc	0.44
Qwest Communic	0.12	Chartered Semiconductor Mfg	0.44
Metris Cos	0.15	Massey Energy	0.44
Trans World Entertain	0.28	Oregon Steel Mills	0.44
DiamondCluster Intl Inc	0.26	Caliper Technologies Corp	0.44
Dixie Group	0.37	Pinnacle Entertainment Inc	0.44
Sierra Wireless Inc	0.36	Proxim Corp CI A	0.44
FPIC Insurance	0.37	Innotrac Corp	0.44
Alcatel ADR	0.20	R.J. Reynolds Tobacco	0.44
Park–Ohio	0.33	SportsLine.com Inc	0.45
Aquila Inc	0.26	Sonus Networks Inc	0.45
Integrated Elect Svcs	0.28	Stolt–Nielsen ADR	0.45
AAR Corp	0.40	JNI Corp	0.45
Milacron Inc	0.33	Point 360	0.45
HEALTHSOUTH Corp	0.38	Books–A–Million	0.45
Hi/fn Inc	0.38	Cirrus Logic	0.45
MPS Group	0.35	Zygo Corp	0.46

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	PBV	公司名称	PBV
Three-Five Sys	0.37	Edge Petroleum	0.46
Sierra Pacific Res	0.32	Fleming Cos	0.46
Allegheny Energy	0.20	Goodyear Tire	0.47
Advanced Micro Dev	0.34	Callon Pete Co	0.47
Applica Inc	0.39	PDI Inc	0.47
United Rentals	0.35	IMCO Recycling	0.47
Cont'l Airlines	0.27	Chesapeake Corp	0.47
BallyTotal Fitness	0.39	Docent Inc	0.47
AmeriCredit Corp	0.37	Salton Inc	0.47
Gentiva Health Services Inc	0.32	DigitalThink Inc	0.48
Allmerica Financial	0.18	RSA Security	0.49
Sea Containers Ltd 'A'	0.37	Deltagen Inc	0.49
Avnet Inc	0.30	Applied Extrusion Tech	0.49
Dura Automotive 'A'	0.36	Vignette Corp	0.49
Westar Energy	0.39	Marimba Inc	0.49
Delta Air Lines	0.28	TELUS Corp	0.49
Carpenter Technology	0.38	Arris Group Inc	0.50
TXU Corp	0.38	MSC.Software	0.50
Integrated Information Sys	0.22	answerthink inc	0.50
Click Commerce Inc	0.25	Ascential Software	0.50
G't Atlantic & Pacific	0.41	CNH Global NV	0.50
XETA Corp	0.41	Maxtor Corp	0.50
Interface Inc 'A'	0.41		
RWD Technologies	0.41		
Descartes Sys Group Inc	0.42		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

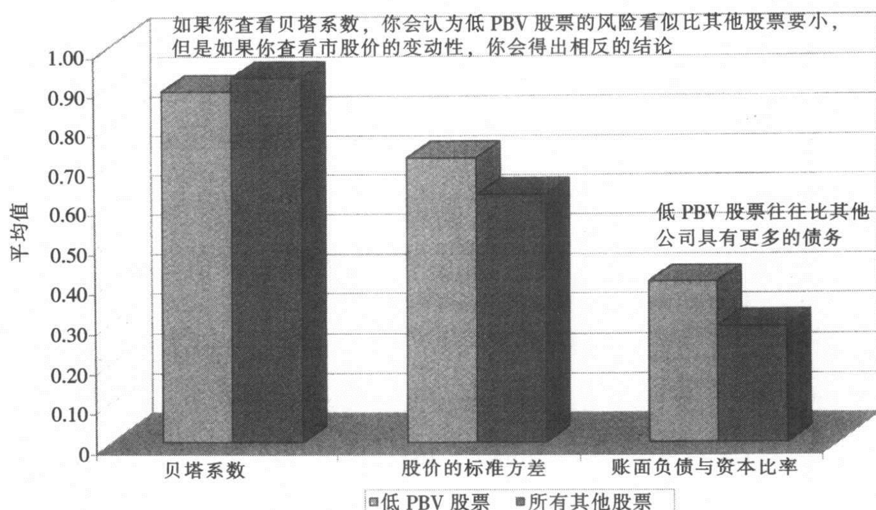


图 4–5 低 PBV 与其他股票

注：数据来自于 Value Line。这里公布了低 PBV 组合及市场的 3 个变量的平均数值：贝塔系数、3 年期的标准方差，以及账面负债与账面资本的比率。

- 总负债与资本账面价值的比率：这是用总账面负债（短期和长期）除以负债和股本（资本）的账面价值来计算的。它衡量了一家企业所拥有的价值并且对你在考虑财务危机及破产可能时有很重要的意义。

低市价与账面价比率股票就贝塔系数来看似乎风险不会过高，因为这些股票的平均贝塔系数比所有股票的平均贝塔系数要稍低一点。而在其余两项评估方法下：股价的挥发性和负债与资本比率，它们看起来确实会比其他股票显得更有风险。

要甄别低市价与账面价比率组合并移除那些暴露较高风险的股票，你可以用所有这 3 种风险测量来进行筛选，而且还可以选用不同的筛选测量程度。表 4–5 里列出了根据每一个甄别方法所要移除的股票数目。

若采用标准偏差和贝塔系数的方法来进行筛选，组合里的 195 支股票将会被剔除掉很大一部分。若用负债与资本比率进行筛选，所剔除的股票数相对少很多。假如你采用一个包括了 3 种筛选条件——贝塔系数低于 1.5、股价的标准偏差低于 80%以及负债与资本比小于 70%的综合风险评估方法，低市价与账面价比率组合将会减少到 51 支股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-5 股票的风险甄别

甄别条件	无法通过甄别的公司数目
贝塔小于 1	162
贝塔小于 1.25	129
贝塔小于 1.5	93
标准方差小于 60%	169
标准方差小于 70%	152
标准方差小于 80%	127
债务比率小于 50%	61
债务比率小于 60%	47
债务比率小于 70%	21

低价格股票

以低市价与账面价比率交易的股票通常价格比较低，这是因为它们的股价曾急剧下滑。不应感到奇怪的是，有很多的市价与账面价比率低的股票以非常低的价格交易，而且还有许多股票以每股低于 1 美元的价格交易。这会产生什么影响呢？这将使得购买低价股票而产生的交易费用要远远高于那些价格水平一般或是较高的股票，其原因有三：

- 购买每单位股数（每单位 100 股）的股票所产生的经纪人费用通常是固定的，而这个费用随着股价的下降其占投资额的百分比将会增加。如果你的交易经纪人向你收取每单位交易 30 美元的费用，那么当你购买 100 股每股 100 美元的股票时你的经纪人佣金费用占你投资额的 0.3%；当你购买 100 股每股 10 美元的股票时，你的佣金费用占投资额的 3%；而当你购买 100 股每股 1 美元的股票时，佣金费用则为投资额的 30%。机构或个人投资者在增加购买股票数目的情况下也许能够协商到部分佣金费用的减免，但是该费用仍然会随着股价的下降而增加。
- 当股价下降到一定水平后，机构投资者通常会放弃某支股票。这会降低股票的资产折现力并且会对你交易股票的价格有所影响。就算是小额的交易，在买进股票时你会推高股价而在你卖出股票时会拉低其价格。
- 随着价格的下滑，股票的收购价（在这个价格你可以卖出股票）与股票的卖方报价（在这个价格你可以买进股票）之间的差额范

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

围占股票价格的百分比会越来越大。而当投资者逃离该支股票时会损耗股票的资产折现力，从而使这一问题更为严重。

购买低价股票所产生的交易费用能有多高呢？若你考虑到该费用的所有3个组成部分——佣金、买卖差价（出价–要价差额）以及价格冲击——其总费用可以轻易地超过你投资那些以低于1美元交易的股票投资额的25%，或是你投资那些以低于2美元交易的股票投资额的15%。你可以将这些费用随着时间而分摊，但你所拖延的时间越长你递延的收益则越少。一个10年期的投资者可以把该费用以10年的时间来分摊，那么原本25%的费用会变为每年2.5%。

对于市价与账面价比率低的股票组合的考查结果，反映在图4–6里，这些股票根据其价格进行了分类，并且按不同价格级别交易的股票数目也公布在该图里。

要注意的是，有大概占整个组合1/4的50支股票，是以低于每股1美元的价格交易的，而另外有50支股票是以1~2美元之间的价格交易。

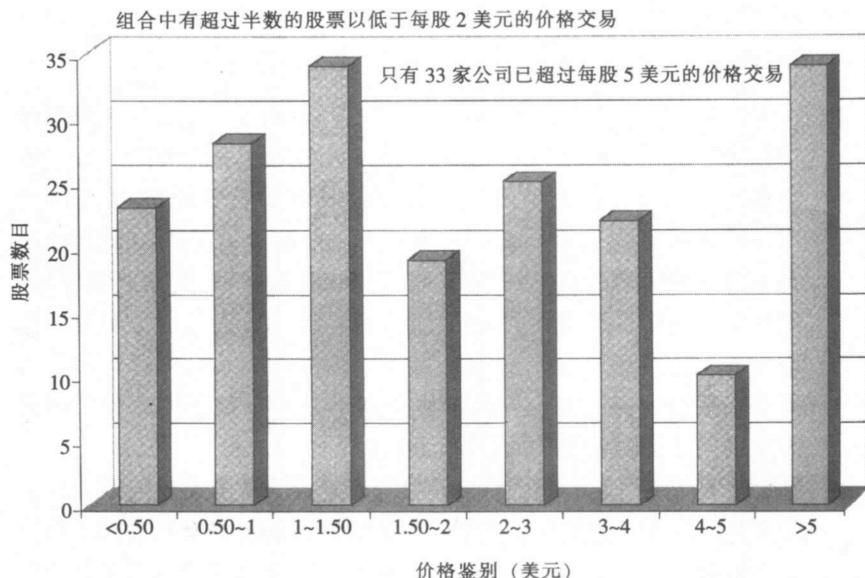


图4–6 每股价格：低PBV组合

注：数据来自于Value Line。许多机构投资者避开那些以低于5美元价格交易的股票，因为它们的交易费用都太高了。这里公布了每个股价级别的股票数目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

若你按这个组合投资，你所要支付的交易费用是很高的，而且，至少在短期来说，这些费用很可能会抵消了该策略的所有优势。

对这一组合的股票以股价进行甄别是比较合理的。在表 4–6 里，列出了在市价与账面价比率低的股票组合中能通过各种价格甄别的公司数目。

表 4–6 价格等级的甄别以及低 PBV 股票

甄别条件	无法通过甄别的公司数目
股票价格高于 10 美元	186
股票价格高于 5 美元	160
股票价格高于 2 美元	104

那么到底该选择哪种甄别条件比较合适呢？随着你的时间范围越短，甄别条件就应该越为严格（较高的股价最低值）。对于一个 5 年期的投资，你至少应该选用 2 美元作为最低价格条件。将这个甄别条件以及上一节的风险甄别一同考虑，你开始分析的这 195 支股票将会删减至剩下 39 家企业。

不良的项目：净资产收益率较低

购买市价与账面价比率低的股票的策略，其最显著的一个限制就是，若公司产生或是预期会持续产生较低的净资产收益率，那么它的账面价值倍数就理所当然地相对较低。事实上，市价与账面价比率和净资产收益率之间的关系在这一章较早部分已经分析过。净资产收益率低的股票会以较低的市价与账面价比率交易。简而言之，作为投资者，你会希望市价与账面价比率较低的股票也有一个较为合理（若不高的话）的净资产收益率以及有限的风险。

对市价与账面价比率低的组合中的 195 支股票进行再次分析，我们检测了这些公司在最近几年的净资产收益率。图 4–7 显示了这些股票按净资产收益率的分类情况。

很显然，该组合里有很大一部分股票有着可悲的净资产收益率。事实上，在 195 家企业里有 143 家的净资产收益率是负值，有 71 家企业的净资产收益率为–20%或更糟。若你将这些企业的净资产收益率与整个美国市场的平均净资产收益率（约为 10%）进行比较，则样本里只有 15 家企业的表现优于平均值。事实上，仅用一年的净资产收益率作参考可能会造成误导，尤其是当最近这一会计年度（2001）整体经济不太景气。因此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

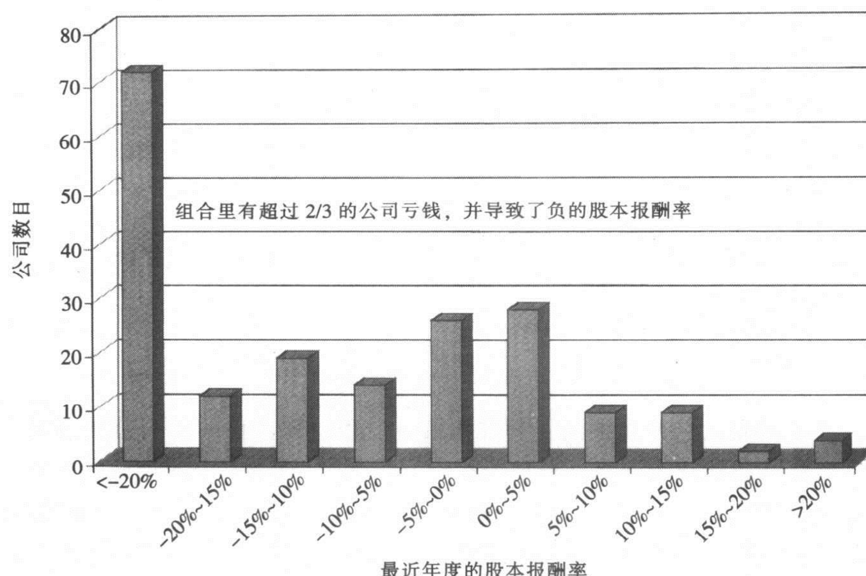


图 4–7 低 PBV 股票的股本报酬率

注：数据来自于 Value Line。这里通过用最近四个季度的净收入值除以年初的股本账目价值来计算每家公司的股本报酬率。

你应该查看在最近 5 年里的平均净资产收益率，尽管如此，这也不可能完全推翻整个结论。市价与账面价比率较低的股票之所以会以这样的价格交易，是因为它们的净资产收益率确实较低甚至为负值。

任何一个按市价与账面价比率低的策略进行投资的投资者，若对其投资组合运用净资产收益率测试，将会对其投资起到很大的帮助。表 4–7 归纳了那些被净资产收益率甄别法剔除下来的股票数目。

表 4–7 股本报酬率以及低 PBV 股票

甄别条件	无法通过甄别的公司数目
股本报酬率高于 0%	143
股本报酬率高于 5%	171
股本报酬率高于 10%	180

假若你要求最低净资产收益率为 10%且最低价格要求为 2 美元以及剔除掉那些风险过高（贝塔系数大于 1.5，标准偏差大于 80%，或负债与资本比超过 70%）的企业，那么在原先 195 家企业样本里就只剩下 7 家企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是符合要求的。表 4–8 列出了这 7 家企业。

表 4–8 符合了价格水平、增长及股本报酬率（ROE）测试的低 PBV 股票

公司名称	价格(美元)	PBV	ROE	贝 塔	标准方差	债务/资本
R.J.Reynolds Tobacco	42.20	0.44	7.41%	0.70	44.01%	17.26%
McDermott Int'l	3.16	0.29	5.06%	1.25	74.42%	28.69%
Healthsouth Corp	4.72	0.38	8.59%	1.25	67.81%	44.36%
Bally Total Fitness	6.92	0.39	13.67%	1.20	48.64%	56.47%
Allegheny Energy	5.86	0.20	11.77%	0.80	40.56%	64.05%
Westar Energy	10.47	0.39	11.79%	0.50	0.00%	64.87%
MicroFinancial Inc	2.09	0.20	14.74%	0.75	46.20%	65.20%

就算在这 7 家企业里，也存在着一些潜在的危机。按照雷诺兹的说法，对于烟草公司和能源公司来说，它有着因官司而带来的潜在负债问题，而会计丑闻对收益率来说也是一大威胁（对于其他一些如安然这样的能源公司）。

若市价与账面价比率低的股票的风险高于平均值或是股票的净资产收益率较低，那么一个更为精明的投资策略则要求你去找出那些不协调不合常理的地方——有着较低市价与账面价比率、较低风险以及较高的净资产收益率的股票。假如你用负债率作为默认风险的阀门，以及用上一年度的会计净资产收益率作为未来将获得的净资产收益率的阀门，那么你会预测那些有着较低市价与账面价比率、较低默认风险以及较高的净资产收益率的公司是被低估了价值。

关于这一说法，曾在一定程度上作过如下的研究：自 1981~1990 年间所有在纽约证券交易所（NYSE）挂牌的股票根据市价与账面价比率及每年年底的净资产收益率作为指标进行甄别，从而产生了两个投资组合：每年都有着较低市价与账面价比率（位于所有股票的低谷部分）和较高净资产收益率（处于所有股票的顶点部分）的被低估价值的股票组合；以及每年有着较高市价与账面价比率（处于所有股票的顶点部分）和较低净资产收益率（处于所有股票的低谷部分）的被高估价值的股票组合。每个组合的收益率都以下一年度的数值计算。表 4–9 归纳了这两个组合自 1982~1991 年间的每年收益情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-9 错误配对的组合：PBV 与股本报酬率（ROE）

年　份	低估的组合	高估的组合	高估的组合
1982	37.64%	14.64%	40.35%
1983	34.89%	3.07%	0.68%
1984	20.52%	-28.82%	15.43%
1985	46.55%	30.22%	30.97%
1986	33.61%	0.60%	24.44%
1987	-8.80%	-0.56%	-2.69%
1988	23.52%	7.21%	9.67%
1989	37.50%	16.55%	18.11%
1990	-26.71%	-10.98%	6.18%
1991	74.22%	28.76%	31.74%
1982~1991	25.60%	10.61%	17.49%

在统计的 10 年里，有 8 个年度，其被低估价值的股票组合的表现显然是优于被高估价值的组合，在 1982 至 1991 年间前者每年收益平均要较后者高出 14.99%，而且其平均收益也显然高过标准普尔 500 的表现。由于在这个研究里并没有考虑默认风险，你可以简易地把它作为第 3 个变量加入到甄别的过程里。

回顾整个股票样本，你建立了以下一系列的甄别方法，从而得出一个符合多种条件的 2002 年 10 月的股票组合：

第一步：只考虑市价与账面价比率低于 0.80 的股票。这一甄别法比于上一节选出 195 家企业的甄别条件较为宽松，但是它允许你在风险和净资产市盈率的甄别上采用较为苛刻的要求。

第二步：为了控制风险，剔除了所有市场风险贝塔系数高于 1.5 或是负债与资本比（以市场价值计算）超过 70%的企业。这里选用了市场价值指标而不是账面价值，这是因为对于那些股本的市场价值低于股本的账面价值的股票来说用市场价值更为严格。我们也考虑过甄别那些标准偏差较低的股票，但是用标准偏差所剔除的股票数目相对较少。所以，就没有把这一甄别条件包括在内。

第三步：为了控制价格水平，剔除了所有以低于 3 美元的价格交易的企业。同样的，这一甄别条件相对上一节所用的最低价格水平 2 美元是稍微严格了一些，但是它减少了该策略的总体交易费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四步：为了甄别最低净资产收益率，剔除了所有在最近会计年度净资产收益率低于 8%的企业。

最后得出的 53 支股票的组合已收录在章末附表里。

结 论

许多投资者相信那些以低于账面价值交易的股票是廉价的便宜货。其观点是基于他们相信股本的账面价值是对公司股本价值的一个较为可靠的评估方法，或者说账面价值是清算价值的一种计量方式。由于市价与账面价比率较低的股票一直以来获得的收益要高于市场的其余股票，所以这些经验似乎也能支持这一说法。不过这一策略所存在的危险是，账面价值只是一种会计计量手段，它很可能与公司所持有的资产价值或是在清算时这些资产所能带来的价值都毫不相关。特别是那些对于折旧的会计决策运用及其对账面价值的影响，以及关于回购股票或是重组费用的处理决定。

查看那些确定价值的基本要素，你应该能预见，高风险、低增长预期以及净资产收益率较低或为负值的股票，会以较低的市价与账面价比率进行交易。这些公司并没有被错误低估价值。因此，作为一位投资者，你应该找出那些没有高风险或低预期收益等不良因素影响并以相对它们的账面价值较低价格交易的股票。本章分析了如何通过对较低市价与账面价比率股票的风险水平和预计收益的甄别来最好实现这一目标。本章最后得出的组合为投资者带来了低市价与账面价比率股票的好处，而对于该策略的缺点也作出了有效的防范。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

章末附表：

公司名称	股票代码	价格（美元）	PBV	ROE	市场负债率	贝塔系数
Aecon Group Inc	ARE.TO	4.59	0.74	20.81%	52.11%	0.55
AirNet Systems Inc	ANS	4.70	0.71	9.49%	38.82%	0.85
Amer.Pacific	APFC	8.42	0.56	10.95%	41.94%	0.50
Americas Car Mart Inc	CRMT	13.68	0.72	15.06%	35.46%	0.80
Anangel–American Shipholdings	ASIPF	5.00	0.46	9.92%	63.89%	0.45
Andersons Inc	ANDE	12.70	0.68	9.29%	67.81%	0.45
Atl.Tele–Network	ANK	14.45	0.74	15.61%	10.38%	0.70
Badger Paper Mills Inc	BPMI	7.24	0.34	18.81%	41.52%	0.75
Building Materials	BMHC	14.06	0.62	8.78%	50.39%	0.85
California First Natl Bancorp	CFNB	10.75	0.76	11.96%	56.93%	0.75
Carver Bancorp Inc	CNY	10.89	0.58	8.60%	0.00%	0.70
Cascades Inc	CAS.TO	15.32	0.74	13.35%	47.47%	0.80
Chromcraft Revington	CRC	13.47	0.76	8.73%	0.00%	0.50
CKF Bancorp Inc	CKFB	18.61	0.75	8.17%	0.00%	0.55
Classic Bancshares	CLAS	24.49	0.75	10.00%	0.00%	0.40
Clean Harbors	CLHB	15.80	0.64	12.09%	33.23%	0.55
Cont'l Materials Corp	CUO	26.10	0.71	13.49%	26.21%	0.50
Department 56 Inc	DFS	13.51	0.72	10.18%	34.29%	0.95
Everlast Worldwide Inc	EVST	4.12	0.53	16.37%	33.10%	1.25
Finlay Enterprises Inc	FNLY	11.96	0.69	12.42%	64.52%	0.95
First Cash Inc	FCFS	10.05	0.76	10.81%	31.32%	0.65
Hampshire Group Ltd	HAMP	20.40	0.47	12.58%	22.93%	0.60
Harris Steel	HSG/A.TO	23.00	0.69	16.52%	2.27%	0.45
Hawthorne Fin'L Corp	HTHR	28.50	0.78	14.42%	19.82%	0.70
Ilx Inc	ILX	6.10	0.55	8.65%	65.50%	0.50
Integramed Amer Inc	INMD	5.83	0.41	20.95%	13.58%	1.05

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	股票代码	价格（美元）	PBV	ROE	市场负债率	贝塔系数
Jos ABank Clothiers Inc	JOSB	22.80	0.72	12.48%	10.83%	0.95
Korea Electrie ADR	KEP	8.78	0.66	13.60%	66.44%	1.00
Lakes Entertainment Inc	LACO	6.03	0.48	14.86%	12.62%	0.85
Logansport Finl Corp	LOGN	17.00	0.77	8.03%	7.44%	0.45
Maxcor Finl Group Inc	MAXF	6.09	0.6	30.92%	1.46%	0.90
McGraw-Hill Ryerson Ltd	MHR.TO	32.00	0.67	12.17%	0.00%	0.50
National See Group Inc	NSEC	14.88	0.68	9.20%	5.30%	0.50
Northwest Pipe Co	NWPX	14.46	0.78	9.39%	40.70%	0.50
Novamerican Steel	TONS	6.84	0.51	8.04%	59.92%	0.40
Nutraceutical Intl	NUTR	9.75	0.49	10.75%	23.32%	0.95
O.I.Corp	OICO	4.06	0.73	12.65%	0.00%	0.40
Ohio Casualty	OCAS	13.19	0.64	12.19%	0.00%	0.75
Old Dominion Freight	ODFL	25.48	0.65	8.71%	33.98%	0.60
Paulson Capital	PLCC	4.80	0.49	21.24%	0.09%	0.95
PC Mall Inc	MALL	4.05	0.48	10.19%	9.75%	1.45
Q.E.P.Company Inc	QEPC	4.06	0.56	8.94%	65.75%	0.60
Racing Champions	RACN	15.50	0.63	12.84%	23.29%	1.35
Reitmans (Canada) Ltd	RET.TO	23.50	0.79	11.94%	0.00%	0.45
Seaboard Corp	SEB	230.00	0.59	10.11%	52.75%	0.65
Sportsmans Guide Inc	SGDE	7.17	0.56	16.84%	0.04%	0.95
Stackpole Ltd	SKD.TO	23.05	0.75	9.11%	11.99%	0.75
Stratasys Inc	SSYS	8.30	0.66	8.02%	5.66%	0.75
Supreme Inds Inc	STS	4.50	0.72	8.91%	25.87%	0.80
Todd Shipyard Cp Del	TOD	14.20	0.67	10.63%	0.00%	0.50
Todhunter Int'l	THT	10.70	0.7	10.13%	51.57%	0.40
Tommy Hilfiger	TOM	7.28	0.77	8.98%	48.50%	1.30
United Auto Group	UAG	13.37	0.67	8.67%	65.84%	1.20

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第5章
好的投资：稳定的收入VS利益险中求

莱利的无风险股票策略

莱利一直想投资股票但却总觉得股票投资风险过高。经过长期的研究思考股票为何具有如此高的风险，莱利得出了一个结论，其罪魁祸首是收益的不稳定性。他深信他可建立出一个有着稳定收益且能无风险地为其带来高额回报的股票组合。不怎么费劲地，莱利选出各个板块在过去5年中公报的收益最为稳定的那些公司，并把自己的资金投入到这些股票里去。

尽管他买进了这些股票，他发现当中有许多股票都非常昂贵，都是以较高的收益倍数进行交易，这说明别的投资者也像他一样得出了这些都是低风险、高质量的股票这一相同结论。买入这些股票之后，他还注意到了其中有些公司尽管收益十分稳定，但其股价的变化较大。在莱利的组合里有一支金矿股，当金价因中东危机而上涨时，莱利发现该公司并没有像其他金矿公司那样公布较高的收益。当他就这一问题质问管理层时，得到的回应是他们利用黄金期货来降低风险，但这同时也减少了他们的正面收益。当莱利估算其组合的最终收获时，他发现他仍然承受着股票风险而且也并没有获得更好的收益。因此，莱利想找寻免费午餐的如意算盘算是到此划上了句号。

这则故事的寓意是：没有负面因素就没有正面的收益。

当你投资一家公司的时候，你就要承受该公司潜在的经营风险或其经营正处于艰难时期的风险，而这些商业衰退会反映在公司收益及其股价上。即使当企业经营优秀且其经营行业本身也被认为是骄阳行业时，它也符合这一说法。针对这一点，有些企业选择从事多元化经营，以分散风险和减少可能对收益造成的严峻冲击。美国GE公司就是其中一个很好的例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子。在近几年间，企业为了减少本土经济不景气所带来的风险而进行跨区域的多元化分散投资。在 20 世纪 80 年代，可口可乐公司运用这一策略使得公司在美国饮料市场萧条时期仍能获得较高的收益。对于多元化经营能减低风险这一观点看起来是无可置疑的，然而投资多元化的公司又是不是一个不错的投资策略呢？有些投资者似乎是这么认为的。

然而即使在经济混乱的时期，有些单一的企业也能够维持稳定的收益。这一稳定性有时候是通过运用金融衍生工具规避风险来实现的，而在某些情况下则是通过会计选择来达到这一结果的。较为平稳的收入流是否能被解读为较高的价值呢？市场是否会根据他们顺利产出收入的情况而对不同公司有区别的对待呢？这些就是这一章所关注的内容。

故事的核心内容

证券的风险比债券要高，这是因为股本收益反映的是在已支付完所有人的收益后所剩余的价值，因此它是不稳定的。但是若你能使得你的股本收益更为稳定，那又会怎样呢？那样的话，企业的股票应该会变得更为可靠而且会是一个较好的潜在投资对象。进一步说，若你从这些公司获得的股票收益，能比得上投资那些收益更不稳定的企业所能得到的股票收益，那么你认为你已同时把握住两方面的优势——较高的收益率以及较低的风险值。关于这一投资销售说法，有以下 3 个元素。

- 收益稳定的股票，其风险要比收益不稳定的股票低。为了使这一销售说法更具说服力，你必须要设立一个观点，那就是股本收益的不稳定性是评估股本风险的较好方法之一。只要那些投资者认同这一投资销售策略，那么向他们销售股票将不再困难。在会计上采用的关于风险评估的其他替代方法，例如股价的不稳定性或是市场风险值，都是些基于市场的评估方法。对于那些不相信市场的投资者来说——例如他们觉得市场是会受投资情绪波动及投资买卖的影响——收益稳定或不稳定这一评估股本风险的方法似乎更值得他们信赖。
- 收益较为稳定的股票，能为股东们带来不稳定性较低的收益。对应这一说法，收益稳定的企业比较不可能煽动那些收益的公布令投资者吃惊的市场。其导致的价格稳定性会使得这些股票的收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要比市场其余股票的收益有更高的预见性，尤其是公司可以利用其稳定收益这一优势去支付更高的每期股利。

■ 收益较为稳定的股票，其价值往往被市场低估价值。这可能是最不堪考验的一点了。其中一个给出的理由是，有着稳定收益的公司通常是那些不常发布新闻的低调公司而那些追逐热门企业的投资者们往往对这些公司不太感兴趣。结果，相对于有着不稳定历史的公司，有着稳定收益的公司通常会被低估价值。

收益稳定性的测量

对于评估收益的稳定性或易变性，可以有以下 3 个主要的选择。

■ 第一个而且也许是最直接的评估方法就是查看公司收益的不稳定性随着时间发展的表现情况。其中一种极端的结果是，你可能持有每年发放同等美金收益的企业，从而其股本并没表现出不稳定的状况。另一种情况则是，你也许会持有那些一时收益丰厚一时又亏损严重的收益波动性很大的企业股票，从而你所获得的收益情况也将出现很大的变动。该测量方法有一个问题，那就是对于较高美金收益的公司，其美金收益的变动性较大，而对于较低美金收益的公司，其美金收益的变动性较小。

■ 为了缓解用美金收益分析所造成的偏差，你可以查看企业在不同时期的收益百分比的变化，并从中找出变动较小的那些公司。通过这样做，你将从研究稳定收益转变为对收益的稳定增长率进行分析。尽管这一评估在数据统计上有着一定的吸引力，但是与第一种评估方法一样，该方法也存在着一个突出的问题。在对风险进行评估时，它对于收益的增加和减少都一样对待。通常情况下，投资者并不把收益的增加作为风险来考虑；他们担心的只是收益的减少。

■ 第三个评估收益稳定性的方法则仅关注收益的减少。若一家企业每年公布的收益持续高于上一年度的收益，那么它将被看作是一家可靠稳妥的企业。另一方面，若一家企业在某些年度公布收益增加但在其他年度却公布收益减少，那么它会被认为是风险企业。事实上，对于收益的变动性，你可以建立一个仅关注收益减少的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评估方法。

一旦你选定了评估收益稳定性的方法，你必须确定你要集中关注的收益值。这里，你可以有几种选择。你可以评估营业收入的变动，这是还未计算利息费用和非营业性项目的收入。尽管这样分析的好处是显而易见的，但是若你考虑了购买股票的风险以及该企业的实质性负债时，这一评估可能会造成你对其收益变动性的误解。若你是个股本收益的投资者，你可以留意公司的净收入，这是留给股本投资者的合计收入，或者你也可以关注每股的收益，这是根据发行在外股票数目的改变而作出调整后的指标。采用后者进行分析，其好处是可以使你把通过发行新股和利用这些资金进行投资而增长其净收入的公司与那些通过对内部生成的资金进行再投资而增长收入的公司区分开来。而在其他方面来看，这两种选择的表现都是一样的，因此后者相对于前者来看显得更有价值些。

理论基础：收益稳定性和价值

人们直觉地认为，相对于其他收益变动较大的公司，收益较为稳定的公司似乎更值得投资，然而收益稳定和价值之间的联系却十分脆弱。在这一节里，你会从多元化的投资组合如何能丰富你对风险的理解开始分析，接着会进一步研究收益稳定性是否能得到企业的较高价值作为回报。

多元化投资和风险

投资者总是被告知说集中把所有资金放到一支股票上是一件非常危险的事情。事实上，关于多元化投资的争论是现代投资组合理论的核心问题。诺贝尔奖得主哈里·马科维茨（Harry Markowitz），在他关于组合风险的开创性文献里曾提到，假如股票不追随市场一前一后地波动（它们实际上也是不会的），那么组合的风险可能比组合里单一股票的风险要低。

如果你是一位多元化投资者，你会主要关注组合的价值以及其价值的变动。因此，你会根据查看组合的总体风险会如何改变来评估一项投资的风险。事实上，大多数风险和收益的财务模型都是以一个前提假设为基础建立起来的，那就是假设那些以大份额交易来定价的投资者所进行的投资是多元化的，并且只有分散投资组合中的股票所带来的那部分额外风险（称为“不可分散风险”或“市场风险”）将会获得市场的回报。这与收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

稳定性及其股利支付（或因而造成的不支付股利）有什么关系呢？你可以构建一个50家企业的投资组合，其中每家企业的收益都是不稳定的。若这些企业的收益变动性是由企业的运营或管理方面的特殊因素所造成的，那么，该组合的总体收益将完全有可能会是相对稳定的。若是这种情况，作为投资者，你则不会因为企业的收益不稳定而低估该单个企业的价值。而且你也不会仅因其收益稳定就愿意为该企业支付额外的费用。

那么，较为稳定的收益何时才会为企业带来较高的价值呢？在第一个案例里，收益的稳定性被理解为较低的市场风险；换句话说，该企业的收益稳定了整个组合的总体收益。在第二个案例里，投资者并没有很好地进行分散投资，并且把企业风险评估作为独立投资项目而不是作为投资组合的一部分来分析。

稳定收益，风险和价值

要将稳定收益和价值联系起来，我们可以利用上两章用于评估价值的简易折现现金流量法模型来进行分析。在该模型里，股利以一个永远固定比率增长，你可以得到股票的价值如下：

$$现行每股价值=\frac{下一年度每股预期利}{股本成本-预期增长率}$$

股本成本是基于你对股本风险的评估而得出的。关于稳定收益对价值的影响，你首先需要得出一个以股本风险为变量的收益稳定性函数，在这个函数里，若企业股本成本较低，其收益则较为稳定，而若股本成本较高则其收益会较为波动。假如你遵循传统的会计风险收益法并进行分散投资，那么那些市场风险较高企业的股本成本会相对较高，而市场风险较低企业的股本成本则较低。若采用这些模型，你需要认识到，那些收益变动较大的企业有着相对较高的市场风险。

一旦你把股本成本和收益稳定性联系起来，你会发现，在其他条件都一致的情况下，对于任一给定的股利及增长级别，收益较稳定的企业会有较高的价值。但是，你能保持其他情况都固定不变吗？为了得到稳定的收益，你通常需要介入那些较为成熟稳健但却几乎没有潜在增长力的企业。在这种情况下，收益稳定性则成为了较低风险（较低的股本成本）和较低增长（使得预期增长率降低）之间的权衡点。如果你所放弃的增长价值超过了企业变稳健后所创造的价值，那么你为了获得较稳定收益而投资的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票其价值很可能会有所下降。

假如你放弃增长以换取更为稳定的收益，而稳定收益却不能相应减少市场风险时，这样的权衡取舍所带来的结果可能会令你非常失望。在这种情况下，增长率会下降，股本成本会维持不变，而你的投资价值则将随着收益稳定性的增加而有所下降。

查看证据

企业想要获得变动较小的收益，这样的方法有许多。有些企业收益稳定，是因为它们营业情况是可预测且非常稳健，并且在行业内几乎没有什么竞争者。还有些企业则采用多元化跨行业的经营策略，期望以较高收益的行业来弥补其他行业的较低收益，通过这种方式来获得较为稳定的收益。另外，企业还尝试进行跨区域性的分散投资，借此利用某些国家的较高收益来平衡其他地区的较低收益。仍然还有许多企业利用那些现时可用的大范围的期权和期货合同来降低甚至是消除其风险曝光的可能。最后，还有些企业通过合理选择及运用会计策略来平整那些不稳定收益；这种现象称作收益管理，这在 20 世纪 90 年代曾一度拥有不少的追随者。对于以上各种减少股票价格和回报收益变动性的方法，都会在本章里进行分析评估。

没有竞争者的稳定行业

曾经有好几十年，公共事业的股票（电讯、水务以及电力公司）因为有着稳定的收益及较高的股利而一直被反对冒险的投资者所推崇。事实上，这些企业之所以能支付这样的高股利，是源于他们那可充分预知的收益。其稳定收益的成因，并不难考究。这些股票都是受管制的垄断行业，为人们提供着生活必需的基础服务。他们的产品和服务都是不可任意支配的，这一事实将他们从整个经济环境中脱离出来，而竞争对手的空缺也为他们带来了可靠的利润。为了确保没有其他竞争对手，这些企业惟有舍弃并向管制机构交出其自行定价的权利。

对于投资者来说，最主要的问题并不是公共事业的股票是否有着较稳定的收益，而是这些稳定收益是否能被理解为较高的股票回报。考察该问题的一个简单方法，就是将公共事业股票所获回报与总体市场所获得的回报进行比较。这一比较在图 5-1 里有所体现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

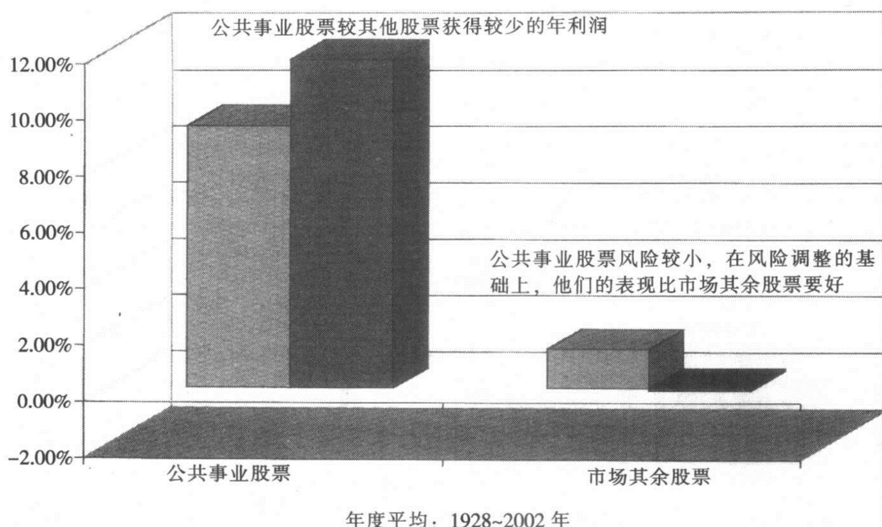


图 5-1 公共事业公司的股票 vs 市场其余股票

注：数据来自于联邦储备银行。这里，通过比较年利润与根据其贝塔系数得出的预期利润而计算出经过风险调整的股票回报。

公共事业股票的平均年回报要低于总体市场的平均年回报，但是这样的比较对于公共事业股票来说可能并不公正。毕竟，相对于其余市场来说它们的风险比较低，因而它们所获得的回报应相对风险进行一定的调整。图 5-1 就公共事业股票进行风险调整后的回报值与市场回报进行了比较。在这个比较里，公共事业股票的表现更为出色，在过去的 50 年里，其每年额外回报率约为 1.4%。值得注意的是，这个结果与高股利率股票（其中包含了众多的公共事业股票）所得到的分析结果是相符的，而根据这点选用策略时所该注意的许多事项亦与之前的是一致的。特别是，这个策略将可能导致较高的应纳税款而其回报时限也相对会长很多。

多元化行业的混合：跨行业企业集团的诱惑

每一个公司，不管其经营得有多好，都将会面临其所在行业板块可能经历萧条时期的风险。因此，英特尔公司将会受半导体行业的衰退所影响，而微软公司则受计算机软件行业需求下降而有所影响。要想躲过这样的行业风险，企业可以尝试进行多元化行业的经营而成为一家跨行业企业集团。在最近这几十年，对于成为一家跨行业企业集团到底是能创造或是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毁灭价值这一看法，战略家们一直是摇摆不定的。在 20 世纪 60 年代以及 70 年代的大部分时期，对于其各个单一业务来说，跨行业企业集团被认为是创造了价值的，因为你可以联合各个个体企业的优势来创造一个更为强大的企业。对于许多这样的论点，其中有一个潜在的前提，那就是由于他们能够将风险分散所以跨行业企业集团有着较低的风险且较其各个独立成分有着更高的价值。然而财经学家发现了这个观点的谬误之处，他们指出，个体投资者很可能以更为低廉的成本就达到了同样的多元化投资效果。最后，这一观点逐渐发展为，较为优秀的某一管理层将其技能传授给管理较弱的其他行业的个体，从而达到企业间的效益互补、相得益彰。

关于该问题所进行的研究则带出了另一种观点。他们考究的是跨行业企业集团是否在其个体间以优惠价或折扣价进行交易。为了对此作出判定，他们利用独立企业在商业交易中的特定利润倍数来对跨行业企业集团的各个个体进行价值评估。也就是说，你可以把 GE 通用公司分割成 9 种不同行业，并对每一行业部分根据该行业其他企业的交易情况来进行价值评估。然后，再把每一部分的价值汇总，并将总价值与跨行业企业集团的价值进行比较。在比较里，其证据显示跨行业企业集团似乎是以特定的折扣价（根据数据分析，其折扣为 5%~10%之内不等）在各个部分间交易。有人也许会强调这些折扣在评估上的重要影响——这会使得在分摊费用以及其他公摊成本的前提下评估 GE 通用公司资本的真实收益变得十分困难——不过可以确定的是，某些多元行业的企业将比单一业务更有价值。假如跨行业企业集团比单独企业的收益更为稳定，那么为何会存在多元化企业折价呢？其中至少有两点原因。首先，通常一家企业以支付超出市场价很多的巨额溢价的方式购得其他公开经营的企业，从而产生了跨行业企业集团。这一超额支付消耗了多于其稳定收益所创造的价值。其次，跨行业企业集团通常会因缺乏经营重点以及不良管理等因素所拖累；而跨行业企业集团的各分类行业的行业表现通常要差于其单一经营的竞争者。

由于多元化企业折让的存在，关于投资跨行业企业集团能否为投资者创造可观回报这一问题仍未有明确定论。从总体证据来看，其答案是否定的，但也许仍有一线余地。若你投资了那些进行清算或资产分派而被拆分成各个单一业务的跨行业企业集团，你也许能获得因多元化企业折让的消失而带来的价值增加。换言之，你在跨行业企业集团的拆分时相比其组建时能获得更多的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球多元化

对于行业多元化（其产生跨行业企业集团）的另一种替代选择为区域性多元化。通过在多个国家经营业务，企业或许能以在某一国家的业务增长来抵消在另一国家的行业萧条。其实际结果会是降低了运营收益的可变性。在运用中，其至少有一项混合因素是不适用于行业多元化的。当业务在不同国家间扩展时，你的收益将面临外币风险；一家美国公司将发现其收益会受美元的强硬或疲弱而影响。不过，你可以利用期货合同或期权合同来减少该风险对你收益的部分影响。

同样地，在全球多元化这一节里，也有两个问题需要考虑。首先是，这种多元化能否带来更为稳定的收益；其次是，投资全球多元化企业会否创造更高或更低的回报。一个关于全球多元化经营的瑞典企业的研究结论表明，地域性的多元化经营确实能带来价值的增长，这与行业多元化有所不同，与美国的另一项发现是一致的。然而其效果是有限的，而且投资一家已经全球多元化经营的企业仅能产生微薄的超额回报。因此，你需要在企业刚开始着手全球多元化经营之前对其进行投资，这样才能获得潜在的收益。

风险规避

许多的外在因素都将影响企业的利润、收益及其价值，包括利率、商品价格和外汇汇率。因此，就算是管理最优秀的航空公司也可能会因石油价格上涨而收益有所下降。在最近几年，企业已能够利用金融工具和产品来规避一定程度的风险。在这一节里，你将考虑到两方面的问题。其一是关于企业是否该尝试管理该风险；其二是关注采用风险管理会为投资者带来怎样的回报。

*是否该对项目风险进行管理？*企业在进行投资时会面对着多重宏观经济风险。有时利率和汇率的转换会增加收入，而有时却会使收入减少。所以，企业的收益随着时间产生的变动在一定程度上是由这些风险所导致的。管理者可以假设其企业股东能将风险分散而放任企业经受这样的风险，或者，管理者也可以利用各种金融工具来规避风险。

要评估一家企业是否该尝试管理或规避其所面对的这种风险，你需要考虑3个因素。首先是对该风险及其将对整个企业收益和价值所带来的影

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

响进行量化处理。比如，石油价格的变动可能会导致一家航空公司损失30%的收益或是导致一家钢铁公司的收益产生5%的浮动。鉴于收益的巨大变动将给企业带来的严重问题（包括债务的拖欠和导致破产），企业可能更应该规避较大的风险而不是较小的风险。第二个因素是，企业在世界不同地方所进行的不同投资的限度将导致一定或较大程度上的风险分化。比如，在数十个国家运营的可口可乐和花旗集团公司也许会发现，在某些国家导致价值减少的汇率波动可能会被在其他国家的正面汇率波动所冲抵。假如企业像这般冲抵了在各个国家风险，那么他们将没有必要对风险进行管理。第三个因素是，企业的投资者对于通过持有对汇率波动同时产生正面及负面结果的合适投资组合的股票而自行分化风险的能力程度。例如像家得宝（Home Depot）和波音公司，他们有着一帮能合理分化风险的投资者，因此对于这种企业，不进行风险对冲并将之转移给他们的投资者这会是一个较为经济的做法，而他们的投资者将会以更为低廉的方式来分化风险。

另外，你还要考虑的是管理风险的成本。对于某些风险（汇率、利率）来说，对冲风险相比于其他风险（政治风险）是较为经济的，而短期风险的规避也比长期的要经济。若其他情况保持一致，那么，规避风险的成本越高，其企业选择进行风险规避的可能性则越低。总之，一个股东人数有限的小企业在考虑进行大项目（相对于企业现行规模）投资时，应该进行项目风险的管理。一家有着多元化投资者做后盾的在多个国家运营的企业，往往倾向于不进行项目风险管理。

那该如何管理项目风险？现在假设有一家应进行项目风险管理的企业，它正在考虑各种能供选用的管理方式。当企业决定要管理风险时，他们有着多种的选择。他们可以用期货合同、远期合同及期权等去管理利率、汇率和商品价格风险；他们可以用保险产品来管理事项风险（例如革命政变的可能性）。他们还可以选择适用该项目的金融工具来管理风险。

- 规避某些项目风险的最简单方法是，选择映射项目现金流的相应现金流金融工具。因此，沃尔玛公司可以利用一项以墨西哥比索为面值的贷款来承担其在墨西哥的零售业扩张。若比索贬值，其资产（在墨西哥的店面）的价值将减少，而它的负债（贷款）也会相应地减少，从而减少了公司受汇率波动的影响。资产的融资配比只能减少一部分风险，但它通常是一种低成本或零成本的风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险管理方式。因此所有企业都会尽可能在可行的情况下尝试采用这种方式。

- 在风险管理里最常用的产品是期货、远期交易、期权及掉期。由于它们的价值源于一项交易中的指定资产，因此它们通常被归类为衍生产品。现在，企业可以购买期货和期权合同以规避商品价格风险、货币风险和利率风险等等。
- 风险管理的另一种方式为购买保险以保障特别事项的风险。就像房产者就其房屋购买保险以保障火灾或其他损坏的可能性一样，企业可以购买保险以保障他们的资产遭受可能的损失。事实上，有的人认为，尽管已经意识到要利用衍生工具来管理风险，但传统的保险仍是风险管理的主要工具。保险并不能消除风险，然而，它在企业购买保险时起将风险转移给保险公司，而这样做可能会对双方都带来利益，其中理由有许多。第一点，保险公司将能够创立一个风险组合，从而获得自保企业自身无法得到的多元化利益。第二点，保险公司会请专家对风险进行评估，因而对同一风险的重复出现亦会提高该保险项目的索偿效率。第三点，保险公司可能会提供其他服务，例如检验和安全服务，从而使双方得益。若第三者也可如实地提供同等的服务，那么这将会激励保险公司改善并确保其服务质量。

风险管理的回报。企业可使用多样的产品来管理风险，而通过这样做，他们可以减少其收益的变动性。但是投资这些企业的投资者会最终因此而获得利益吗？对于那些运用外币衍生工具来对冲汇率风险的企业所进行的一项评估分析显示，这样不仅缓和了收益的增长，而且还提高了交易价格。一项后续研究则认为，大部分利益来自于短期交易风险的规避，而规避交易似乎无法取得任何收益。另一系列研究，则分析了为何一些企业比其他企业更多地规避风险并揭露了一些有趣的因素。许多运用衍生工具来管理风险的企业通常是以此来减低应纳税款、并维持所需投资以及减轻对经济萧条的恐惧。与此同时，反感风险管理的管理者对是否运用衍生工具也起着重要的作用。研究显示，管理者在持有较大比例的公司股份时，更倾向于使用衍生工具。

总之，论据显示，管理风险的成本是有回报的，而且进行了风险管理的企业比那些没有管理风险的企业有着更高的评价。然而，有两点内容是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要留心的。首先，这只是个比较微薄的回报，若投资者不仔细考究是不太可能会留意到它的。其次，该回报是在这些企业开始使用这些风险管理产品的当时产生而不是随后才产生的。

收益平整

企业对于到达并超越分析家们预计的每季收益已变得十分在行。达到收益预测可被看作是企业的正面发展，从而一些企业采用有问题的会计技巧以完成目标。因此，在评估这些企业的价值时，则必须从这些会计修饰过的数据里还原出正确的营业收入。

控制收益的现象。在 20 世纪 90 年代，微软和英特尔树立了科技企业的新模式。事实上，微软在过去 10 年的 40 个季度里，有 39 个季度的收益盈余都超过了分析家们的盈余预测值,而英特尔的记录也几乎同样辉煌。其他科技企业也学它们想要获得至少比分析预测值要高出几便士的收益公布。实际迹象显示，这种现象正在不断蔓延发展。自 1996~2000 年间，达到预测盈余的企业数目史无前例地连续 18 个季度都超过了未达到预测盈余值的企业数目。操控收益的另一个迹象为，企业向国内税收总署所报告的收益与企业向股本投资者报告的收益之间的差距在过去 10 年一直都在增加。

假设这些分析家作出的盈余预测只是个期望值，那么它又能给你带来什么样的启示呢？其中一种可能性为，分析家一直都低估了盈余预期并且一直未从中吸取教训。若真是这样，这种情况持续了整整 10 年，这似乎是极度不可能的事情。另一种可能性是，科技企业对于如何计算及汇报收益有着更为谨慎的考量，并且它们利用这种谨慎的考量来超越预测值。特别是，将研究费用当营业费用来处理，会有利于这些企业操控利益。

操控利益是否真能提高企业的股价呢？一个接一个季度连续地超越分析家的预期值也许是可能的，然而，市场就真这么好愚弄吗？其实不然，“传闻盈余预测”的出现，就是长期公布高于预期的盈余所导致的。什么是传闻盈余呢？传闻盈余是指像英特尔和微软这样的企业要让市场惊讶所要达到的隐含盈余预测；这些预测通常比分析家预测值要高出几十美分而已。比方说，在 1997 年 4 月 10 日，英特尔公告的盈余为 2.10 美元/股，高于分析家预测的 2.06 美元/股，然而，因为传闻盈余预测值为 2.15 美元而使得其股票价格出现了 5 个点的下滑。换句话说，鉴于英特尔历来总能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超出其盈余预测，市场已经对其建立了适当的预期指望。

控制盈余的技巧。企业如何控制盈余呢？关于良好控制盈余的其中一种看法是，密切关注及引导分析家的期望，比如在20世纪90年代期间，微软就展示了一个完美的例子。企业的执行者对分析家盈余预测进行监控并且当他们相信预测值过高时会将之过渡到较低的期望水平。也有人采用了其他几个技巧，在本节里会提到一些最为普遍使用的技巧。并不是所有的技巧都对企业有害，而有些则确实是较为谨慎保守的。

- 预先计划。企业可以对投资和资产销售进行规划，从而保持收益平稳上扬。
- 战略性地对收入进行确认。对于收入何时必须确认，企业有一定的选择余地。例如，在1995年微软采用了一项极为保守的会计方法去处理Windows95的销售收入，对于有权（尽管不是必须）选择揭露的一份相当丰厚的收入，他们选择了不做任何的揭露。事实上，在1996年末，该企业可以在疲弱季度被用于追加收益的累计未获收入已高达11亿美元。
- 收入尽早登记入账。另一种截然相反的现象是，企业有时候会在疲弱季度的最后一日将产品装船运给批发商和零售商并记录收入。让我们来分析下MicroStrategy的例子，它是一家于1998年公开上市的科技企业。在1999年的最后两个季度，企业公布的收入增长分别为20%和27%，然而其中大部分的增长都归功于在季度结束数日前公布的几项大单交易。而另一种更为复杂的情况就是，两家同样需要刺激收入增长的科技企业，可以进行交换收入的互惠交易。
- 营业费用资本化。正如收入确认一样，企业能自行判断是将一项费用归类为营业费用或是资本费用，尤其是像软件的研究与开发这样的项目。例如，AOL将其随杂志提供的推广光盘作资本化及成本冲销处理，使企业在20世纪90年代后期仍能获得正面的收益公布。
- 重组和购并的注销。一项重要的重组支出可以导致当期的收入减少，但是它也能为企业带来两方面的好处。由于在重组支出前后都一样要公布营业收益，因此这项注销可以使企业把该费用从营业中分离出来。另外，它还使得企业在未来季度更容易达到预期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈余。若想要了解重组是如何刺激收益增长的，我们可以分析一下 IBM 的这个例子。通过冲销关闭旧厂房和设备，IBM 的折旧费用从 1990~1994 年间占平均收入的 7%降低到 1996 年的 5%。其中差额，以 1996 年的收入来计算，为 16.4 亿美元，即公司上一年的税前利润 90.2 亿美元的 18%。科技企业尤其擅长以“在建项目的研究与开发”来冲销较大比例的购并成本，从而可在后续季度里登记收益的增长。一项对于在 1990~1996 年间以在建项目研究与开发名义进行冲销的 389 家企业所作的研究表明，这些冲销金额，平均起来高达其购并价格的 72%，并且使收购企业在购并后第四个季度的收益达到 22%的增长。

- 利用储备。企业为坏账、产品退货以及其他潜在损失建立相应储备，这是被允许的。有些企业在其年景好时采用较为保守的预测值，并利用他们在这些年所建立的超额储备来平衡其他年度的收益。
- 投资清算。实质持有有价证券或对其他企业所作投资的企业，通常会将这些投资以远低于其市场价的价值记录在他们的账本里。因此，清算这些投资可以导致巨额的资本收益，它将刺激当期收益的增长。科技企业如英特尔曾使用这种途径来达到其盈余预测值。

控制收益会产生回报吗？企业通常会控制收益，因为他们相信企业会因公布较为平滑且持续高于分析家预测值的收益盈余而获得一定的回报。作为证据，你可以指出像微软和英特尔这样的企业所获得的成功，以及那些——尤其是科技企业——由于未能达到企业预期值而受到的残酷惩罚。许多财务管理者似乎也相信投资者是以面值来计算收益的，从而会在公布底线上做文章。这也许能解释为何当财务会计准则委员会（FASB）对收益计量的方法作出修改时，即使那些修改是合乎情理的，也会面临很大的阻力。比如，关于这些企业授予其管理者以公允价值冲抵收益部分后的价格的购买选择权，财务会计准则委员会（FASB）企图对这样的购买选择权及其合并的记账方式作出的任何修改，一直都受到科技企业的反对。而这也许将对企业管理者进行收益控制最为有利。管理者知道当收益对比前一期有着显著下降时他们很可能会被开除。更有甚者，有些企业的管理者报酬是与利润目标相关，达到这些目标将会为他们赚得相当的奖金。

不管是因何种原因进行收益控制，你都需要解决以下的问题。首先，相对那些没有实施该手段的类似企业，进行收益控制的企业是否具有较高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市盈率。一项关于股价与账面价值比率及收益稳定性之间的研究显示，较低收益变动性的股票会以较高价值成交，并且还发现了就算是当收益稳定性反映的是会计方式而不是营业的稳定性时，该事实也会存在；收益稳定但现金流仍保持了持续以较高价值交易的变动性。

数据的处理

在这一节里，你会先着手分析收益变动性是如何分布的。特别是，你要考虑，一个收益变动性较高的企业会是怎样的，并且将之与收益稳定的企业进行比较。本节将建立一个通过了稳定收益测试的股票组合，从而得出本节的结论。

跨市场的收益变动性

正如在本章较早前提到的，关于收益变动性并没有一个公认的度量标准。也许你会建立一个关于变动性的统计度量方法——收益的标准方差或变量——你仍须把数据进行规范化处理，使之能在不同企业间具有可比性。在分析并否定了一些不同的数据规范化的处理方法后，我们以 1997 年和 2001 年间的平均收益的绝对值，去除该期间收益标准方差所得出的收益的变量系数，来测量收益的变动性。

$$收益变量系数=\frac{收益标准方差}{该期间平均收益的绝对值}$$

举个例子，我们来分析一家企业，该企业过去 4 年里各年的每股收益为 1.75 美元、1.00 美元、2.25 美元和 3.00 美元。这四个值的标准方差为 0.84 美元，而其平均每股收益为 2.00 美元，从而算出变量系数为 0.42。把收益的标准方差转换为每美金收益的标准方差，得出该企业每美金收益的标准方差为 42 美分。由于某一期间的平均收益可能为负值，因此你需要使用收益的绝对值才能得出一个有意义的数值。

要获得一个有实际意义的标准方差，将要用到好些年的数据，因此我们把美国所有公开上市活跃交易的企业截至 2001 年底的且至少 5 年的有效收益信息作为总体样本。对每家企业的 3 种收益度量方法——息、税、折旧前收益（EBITDA）的变量系数进行计算。图 5-2 显示了市场价值的分布情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

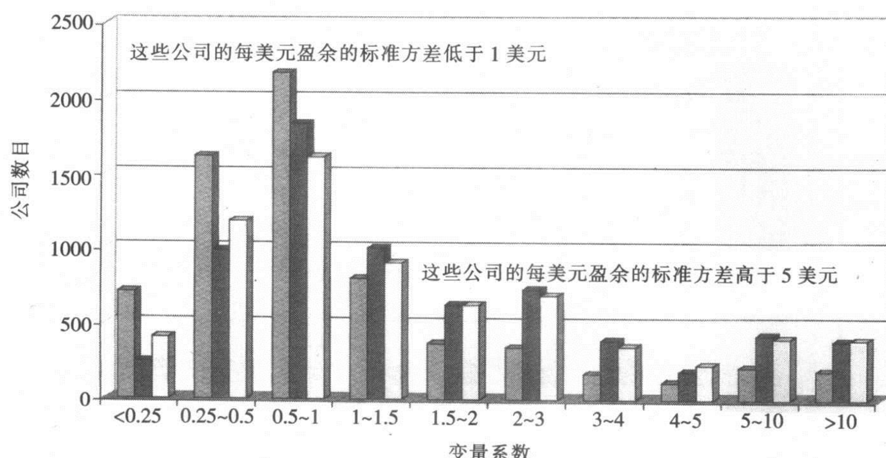


图 5–2 盈余的变量系数：2002 年 10 月的美国公司

注：数据来自于 Compustat。变量系数通过用当期的平均盈余去除 5 年期的盈余标准方差而获得。

在有 5 年或以上收益数据的 6 700 家企业里，约有 2/3 企业的每一美金的息税折旧前收益（EBITDA）的标准方差不足 1 美金，并且有大概一半的企业，其每一美金的净收益或每股收益的标准方差不足 1 美金。换句话说，股本收益的变动性（净收益或每股收益）要大于营业收入或现金流的变动性。

收益稳定性的一个更为直觉的度量指标是，保持收益持续增长的年数；若一家企业在过去 5 年所公布的收益每年都在增长，那么对比在同一时期收益忽高忽低的企业，前者有着更可预见的（有保障的）收益。图 5–3 表示了过去 5 年每股收益可查且在过去 5 年或 4 年等的时间里，企业所公布的每股收益一直在逐年增长的企业数目。

因 2001 年经济减缓，绝大部分企业在当年公布收益的减少应不会让人觉得意外。而尽管在这样严峻的环境下，依然有 119 家企业在过去 5 年里每年公布的每股收益仍一直保持增长，而在过去 4 年里每年公布的每股收益一直保持增长在企业共有 158 家。

稳定收益公司的组合

为了建立一个收益稳定的企业投资组合，我们需要研究所有企业至少在过去五年里的收益数据，并且还要计算每家企业每股收益的变量系数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

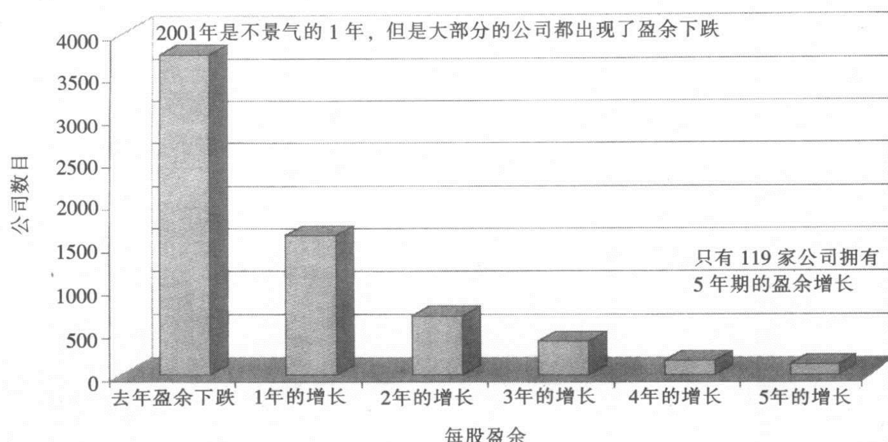


图 5–3　盈余增长的持续年度：美国公司 2001 年度

注：数据来自于 Compustat。查看 2001 年间的所有美国公司，你会看到那些在过去 5 年期、4 年期、3 年期等时期里公布了每年盈余增长的企业数目。

在找出收益变量系数低的企业的同时，我们还要用到两项额外的考查。第一项是，在过去 5 年里企业从不曾有过亏损公布。第二项是，至少在最近两年里的每股收益每年都在增长。得出的投资组合展示在表 5–1 里。

当仔细查看这个投资组合时，你会看到金融服务公司在其中占据了很大的比重，约为 25%。

故事的更多分析

对比那些收益变动性较大的企业，收益稳定的企业是否更为稳健，而更重要的，它们是否就是更好的投资对象呢？要回答这个问题，你需要分析稳定收益企业策略的四个潜在缺点。第一，收益稳定的公司仍可能是个不稳定的投资对象。第二，收益稳定的公司可能仅表现出不多的增长潜力，因此你将要在收益稳定及高增长之间作出取舍。第三，公司也许会利用会计规则的运用而使其收益看上去更为稳定。第四，收益稳定的公司的定价可能已比较合理，而企业获得高回报的可能性很小。

稳定收益，是有风险的投资吗

对收益稳定的公司的投资也许并不一定稳妥，因为影响股价的因素远

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-1 稳定盈余公司（美国公司，2002 年 10 月）

公司名称	行业	公司名称	行业
Progen Industries Ltd	生物	Santa Fe Energy Trust	石油贸易商
Nutraceutical Intl CP	植物药	Paychex Inc	会计及审计服务
ASB Financial Corp	储蓄机构，联邦执照	BOK Financial Corp	会计及审计服务
Griffon Corp	金属门、门框、模具	Northern Trust Corp	州立商业银行
Arcadis N V	设计服务	First State Bancorporation	州立商业银行
TPG NV-ADR	卡车、快递服务	Allegiant Bancorp Inc	州立商业银行
Leesport Financial Corp	全国性商业银行	Cash Technologies Inc	商业服务
Smucker (JM) Co	罐头水果、蔬菜等	Home Depot Inc	建材
Landauer Inc	实验室	Southwest Bancorporation/TX	全国性商业银行
Corning Natural Gas Corp	天然气	Sigma-Aldrich	生物
Cintas Corp	服装	Williams Coal Seam Ryl Trust	石油贸易商
Horizon Financial Corp/WA	储蓄机构，非联邦执照	Hillenbrand Ind-Pre Fasb	家具
Wal-Mart Stores	杂货店	Realty Income Corp	房地产信托投资基金
F & M Bancorp/MD	全国性商业银行	Cambridge Heart Inc	电子医疗器械
Aquila Inc	电力及其他服务	Delta Natural Gas Co Inc	天然气分销
Eastern Amern Natural Gas Tr	石油贸易商	Firstbank NW Corp/DE	储蓄机构，联邦执照
S Y Bancorp Inc	州立商业银行	First Natl CP Orangeburg SC	全国性商业银行
National Penn Bancshares Inc	全国性商业银行	Voiceflash Networks Inc	预装软件
Old Republic Intl Corp	火险、航海险、伤害险	O Reilly Automotive Inc	汽车及家居用品店
Compass Bancshares Inc	全国性商业银行	Copytele Inc	电脑外设
Hospitality Properties Trust	房地产信托投资基金	American Water Works Inc	水务
Old Second Bancorp Inc/IL	全国性商业银行	Camco Financial Corp	储蓄机构，非联邦执照
Tompkinstrustco Inc	州立商业银行	Skyepharma PLC-ADR	生物
Dominion Res Black Warrior	石油贸易商	Family Dollar Stores	杂货店

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	行　业	公司名称	行　业
CH Energy Group Inc	电力及其他服务	TBC Corp	电机
Ameren Corp	电力服务	Midsouth Bancorp Inc	全国性商业银行
Healthcare Services Group	房屋服务	Bedford Bancshares Inc	储蓄机构，联邦执照
LSB Financial Corp	储蓄机构，联邦执照	Pennfed Financial Sves Inc	储蓄机构，联邦执照
Wilmington Trust Corp	州立商业银行	Prima Energy Corp	原油与天然气
Harleysville Svgs Finl Corp	储蓄机构，非联邦执照	Clarcor Inc	风机
Donaldson Co Inc	风机	Community First Bankshares	全国性商业银行
South Jersey Industries	天然气分销	Viewcast,Com Inc	收音机，电视广播
Sempra Energy	燃油	S & T Bancorp Inc	州立商业银行
Pacific Capital Bancorp	州商业银行	R & G Financial Corp–CI B	州立商业银行
Energen Corp	天然气分销	Texas Regl Bcshs Inc–CI A	州立商业银行
CVB Financial Corp	州立商业银行	Royal Banshares/PA–CI A	州立商业银行
Raven Industries Inc	塑料产品	Amcore Finl Inc	全国性商业银行
Bunzl Pub Ltd Co–Spon Adr	纸业	First Mutual Bancshares Inc	储蓄机构，非联邦执照
Alberto–Culver Co–CL B	零售店	Bancorp Conn Inc	储蓄机构，非联邦执照
First Merchants Corp	全国性商业银行	Suffolk Bancorp	全国性商业银行
NSD Bancorp Inc	州立商业银行	Mercantile Bankshares Corp	州立商业银行
WPS Resources Corp	电力及其他服务	Teleflex Inc	联合企业
Webster Finl Corp Waterbury	储蓄机构　联邦执照	Public Service Entrp	电力与其他服务
FST Finl Corp Ind	全国性商业银行	Spectrx Inc	生物
First Long Island Corp	全国性商业银行	Bostonfed Bancorp Inc	储蓄机构，联邦执照
Suntrust Banks Inc	州立商业银行	UST Inc	烟草
Hancock Hldg Co	州立商业银行	Allied Capital CP	商业信用机构
MAF Bancorp Inc	储蓄机构　联邦执照	Mississippi Vy Bancshares	州商业银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	行　业	公司名称	行　业
Wesbanco Inc	全国性商业银行	Roper Industries Inc/DE	工业测量仪表
First Bancorp P R	商业银行	Fresh Brands Inc	杂货批发
Interchange Finl Svcs CP/NJ	州立商业银行	Utah Medical Products Inc	电子医疗器械
Norwood Financial Corp	州立商业银行	Logansport Financial Corp	储蓄机构，联邦执照
Monro Muffler Brake Inc	汽车修理服务，泊车	First UTD Corp	全国性商业银行
Mocon Inc	控制仪器	Gorman-Rupp Co	泵业
Synovus Financial CP	全国性商业银行	Wayne Bancorp Inc/OH	全国性商业银行
First Fed Cap Corp	储蓄机构　联邦执照	New Jersey Resources	天然气分销
Bancfirst Corp/OK	州立商业银行	FPL Group Inc	电力服务
First Busey Corp-Cl A	州立商业银行	Park National Corp	全国性商业银行
Teco Energy Inc	电力及其他服务	Washington Reit	房地产信托投资基金
Affymetrix Inc	电子医疗仪器	TTX Co	运输服务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不仅止于公司的盈利新闻。关于增长前景及管理层变动的非盈利新闻、关于利率和经济增长的宏观消息及同行竞争者所发放的信息，这些都能导致股价在收益不变的情况下发生一定的变动。若一个投资者过于极端地以股价变动来评估风险，那么一支收益及变动价格保持稳定的股票将仍被认为是具有风险的投资。

要分析稳定收益组合里各家企业，有两种基于股票价格的风险评估方法：市场风险贝塔系数，它反映了这些股票是如何随着市场而变动的，以及股价在过去5年内的标准方差。为了进行对比，图5-4反映了在所考察的市场里对于稳定收益组合在两种评估方法下得出的风险平均值的差别。

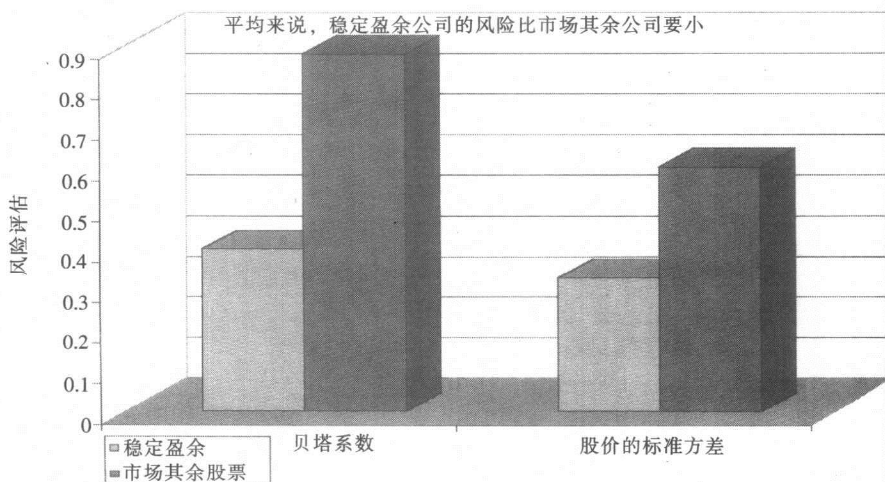


图5-4　稳定盈余与市场其余股票：风险比较

注：数据来自于Value Line；这里公布了稳定盈余组合里的公司以及市场其余公司的过去3年的平均贝塔系数和标准方差值。

相对于市场的其余股票，收益稳定的企业，通常具有较小的变动性及较低的贝塔系数。然而，在稳定收益企业的样本里，仍有一些企业贝塔系数较高(高于1.25）且其标准方差要高于市场平均值（约为60%)。若你引入这些风险级别来甄选和剔除那些收益稳定但贝塔系数超过1.25或标准方差高于60%的企业，那么在初始的100家企业组合里将有8家会因此从样本里被剔除。这些企业归列于表5-2中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-2 没有通过风险测试的稳定盈余公司

公司名称	股票代码	5年的贝塔系数	5年的标准方差
Northern Trust Corp	NTRS	1.28	31.4
Home Depot	HD	1.29	36.73
Progen Industries Limited	PGLAF	0.48	62.38
Fresh Choice	SALD	0.62	70.72
SpectRx Inc	SPRX	0.73	70.82
Cambridge Heart Inc	CAMH	1.86	79.28
CorpTele Inc	COPY	1.48	96.29
Affymetrix Inc	AFFX	1.84	97.54

舍弃增长可能性

若其他情况都一样，低风险公司将比高风险公司更有投资价值，这一点是不容置疑的，然而，投资者通常必须因较低增长而舍弃较低风险性，这点也是事实。若期望收益稳定的企业同时具有较高增长是不切实际的，你应当警惕那些公布无增长或是增长极少的、收益稳定的企业。毕竟，一支每年分派同样收益的股票就会变得像债券一样，其价格也会和债券相一致。

本章上一节末所得出的收益稳定的公司组合，其价值在涉及收益增长时，是如何区别于市场其余股票而被选中的呢？我们对组合里的公司以及市场其余公司在过去 5 年里的每股收益与收入的平均增长，以及它们在未来 5 年里每股收益的预期增长分别进行评估计算，其对比结果体现在图 5-5 里。

收益稳定的公司，相对市场其余公司，其每股收益和销售在过去 5 年里都有着较高的增长。然而，其每股收益和销售在未来 5 年里的预期增长则比较低，这表示投资者在买入收益稳定的公司时确实承担了一定的成本。

为了确保组合里的股票至少取得一定程度的增长，则所有在未来 5 年每股收益的预期增长低于 5%的企业都将从组合中被删除掉。根据这个甄选条件，在之前剩余的 92 支股票里，又排除了 38 家企业。另外，根据未来 5 年每股收益的预期增长要高于 10%这一条件，剩余组合里，再有 20 家企业也被删除。

定价合理

就算你确实发现了一支收益稳定且预期增长合理的股票，若其定价不合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

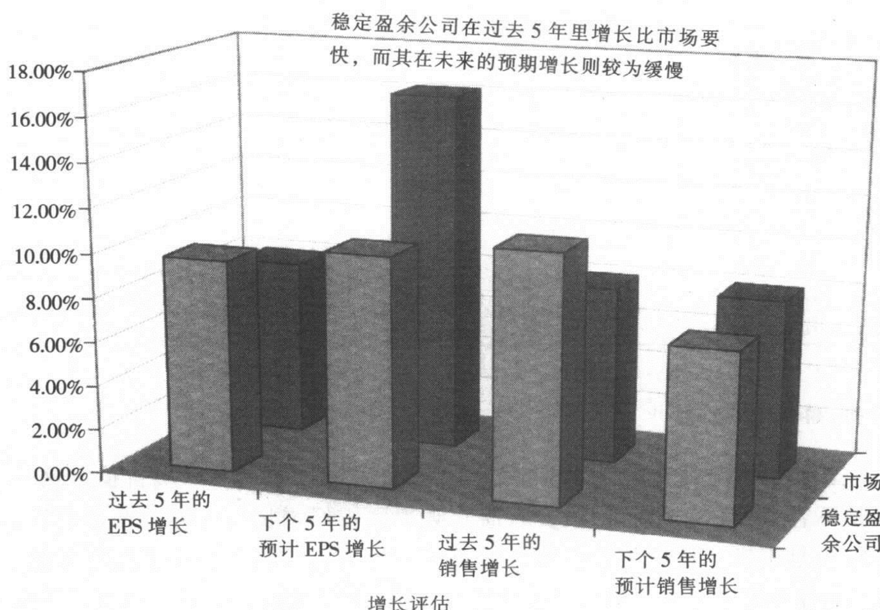


图 5–5 稳定盈余公司与市场：增长

注：数据来自于 Value Line。预计的盈余及销售增长率都是分析家预测值。

理，你也无法保证这只股票是否值得投资。换言之，若你因其收益稳定性及其增长而以较高的盈余倍数买入,那么该股票吸引人投资的最初优势也许正好被这过高的交易价格冲抵了。

根据现行收益，可以算出稳定收益组合里各股票的市盈率以及市盈率与增长比率 (PEG Ratio)。图 5–6 对稳定收益组合及市场其余股票间的平均市盈率和市盈率与增长比率进行了比较。

稳定收益的企业，其市盈率比市场其余企业略低一点，但它却具有较高的市盈率与增长比率。

为了筛选掉那些可能已定价过高的股票，所有市盈率大于 15 且市盈率与增长比率高于 1 的企业都会被剔除。若结合本节早前提到的关于风险和增长的筛选条件，该投资组合会被缩减到剩下 8 家企业。表 5–3 里，列出了满足以下所有筛选条件的这 8 家企业：收益增长超过 5%，贝塔系数小于 1.25、标准方差低于 60%、市盈率不足 15 且市盈率与增长比率低于 1。

这些企业主要都是些公共事业和金融服务企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

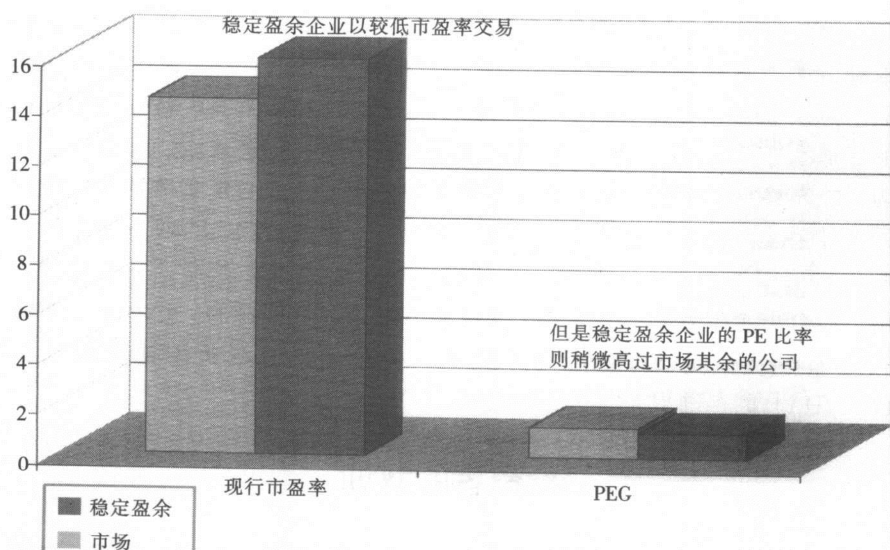


图 5-6 市盈率和市盈率与增长比率（PEG Ratio）：稳定盈余公司与市场其余公司

注：数据来自于 Value Line。这里的市盈率是用现行股价除以现行的每股盈余，而 PEG Ratio 则是现行的市盈率比上预计下 5 个年度的每股盈余的增长。

表 5-3 具有低风险、潜在增长及合理定价的稳定盈余公司

公司名称	预计增长率	现行市盈率	PEG 比率	5年期的贝塔系数	5年期的标准方差
Prima Energy Corp	23.50%	12.25	0.52	0.53	52.37
First BanCorp PR	14.00%	11.43	0.82	0.44	30.37
R&G Financial Corp	12.00%	10.25	0.85	0.48	40.22
Sempra Energy	7.50%	6.84	0.91	0.66	38.16
Dominion Resources	15.50%	14.35	0.93	0.26	24.61
Public Svc Enter	6.00%	5.62	0.94	0.26	29.94
BOK Financial	15.10%	14.40	0.95	0.53	26.08
Allied Capital Corp	11.00%	10.71	0.97	0.81	31.45

收益质量

有些企业尽管营业状况不太稳定，但仍能公布出较稳定的收益，这也许是因为它们运用了一些会计策略对公司收益进行了粉饰。若真是这样，企业不稳定性是无法永远掩盖下去的，而购入了这些企业的那些投资者可能过不多久就会发现真相，并对此感到十分惊讶（与不满）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了要发现企业粉饰收益的行为而对每家企业的财务报表进行长期的追踪分析，这是不切实际的。对此，我们可采用一个较为简单的评估方法。除了收益变量系数外，我们还可用息税折旧摊销前收益（EBITDA）的变量系数作指标。由于后者是营业现金流的常用评估方法，你也许会认为，公布稳定收益同时却公布较不稳定现金流的企业必定是肆意运用现有的会计手法对收益情况进行了修饰，因而它们不应被归类为收益稳定的企业。在采用这个投资组合时，该评估方法可以为投资者提供一些证据指出，组合里至少有某一些企业，其收益管理是存在问题的。这些企业指的就是那些公布的收益标准方差较低，但公布的息税折旧摊销前收益（EBITDA）的标准方差却很高的公司。

投资者的教训

并不是所有公布稳定收益的企业都是值得投资的。至少，你需要考虑这些企业是否具有增长潜力、其收益稳定性是否能转化为价格稳定性，以及最后市场对于这些股票的定价是否合理。购进收益稳定的、增长率低或无的、价格严重不稳定的以及市盈率高的股票是没有多少利润空间的。现在来回顾一下，对于选取的美国所有公司的样本，我们运用了以下筛选条件：

- 选取每股收益的变量系数为总样本最低10%的公司。你可以用收益稳定性作为替代参数进行该项筛选，而关于是否用每股收益来取代净收入或营业收入，这一问题在本章早期已有过相应表述。你还可以追加其他筛选条件，例如，要求最近几年里收益要保持每年都在增长。
- 股票的市场风险贝塔系数必须小于1.25，而且股价在过去3年的标准方差须低于60%。大多收益稳定的公司不太可能具有较高的风险，而市场仍然会存在某些公司，尽管它们收益稳定但股价却仍不太稳定。风险筛选将排除掉这些企业。
- 市盈率必须低于15。以过高的价格购入优良企业是没有什么盈利空间的。因此，你需要确认你并没有为稳定的收益支付了不合理的额外费用。
- 在未来5年里，每股收益的预期增长率必须等于或高于10%。收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益增长一直是一项额外红利，而收益稳定且保持增长的公司显然比收益稳定但却停滞不涨的公司更值得投资。

通过以上筛选条件，可得出一个包含了 37 家公司的投资组合，这一组合及其在 2003 年 1 月份的相关数据，都公布在章末附表里。

结　论

那些公布稳定且为正值的每股收益的企业被一些投资者看作是优质投资对象，以为它们是可靠的。然而这一说法，无论在理论背景或经验事实方面，其论据都是十分薄弱的。有些企业为降低或消除风险而付出巨额代价（用于风险管理项目或是并购），这其实是在损害股东们的利益，因为对于这些企业，投资者们自行化解企业相关风险的成本是十分低廉的。即使收益稳定，你也不应期望这些企业一定就是非常优质的投资对象。在本章里，我们通过考察如何最好地评估收益变动性来对这一点进行分析。当你在建立一个具有最稳定收益的股票组合时，其他许多问题就会显露出来。首先，有些企业尽管收益稳定，但其股价变动性较高，而且具有较高的风险。其次，这些企业中有很大一部分企业的增长率很低或为负值。最后，余下的许多企业则以较高市盈率成交，其市场价格可能已不再具有任何的优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

章末附表：

公司名称	股票代码	盈余可预测性	股价（美元）	现行每股盈余（美元）	现行市盈率	贝塔系数	标准方差	每股盈余在下5年期内的预计增长
Ametek Inc	AME	95	38.49	2.66	14.47	0.90	33.24%	11.50%
Applebee's Int'l	APPB	100	23.19	1.58	14.68	0.95	40.35%	14.50%
Baxter Int'l Inc	BAX	100	28.00	2.06	13.59	0.70	32.56%	14.50%
BB & T Corp	BBT	95	36.99	2.89	12.80	1.05	27.01%	12.00%
BJ's Wholesale Club	BJ	95	18.30	2.09	8.76	0.95	37.65%	12.50%
City National Corp	CYN	95	43.99	3.69	11.92	1.00	28.92%	14.50%
Fannie Mae	FNM	100	64.33	6.52	9.87	0.95	31.71%	11.00%
First Midwest Bancorp	FMBI	100	26.71	1.91	13.98	0.85	19.98%	11.50%
Fortune Brands	FO	90	46.51	3.29	14.14	0.90	30.64%	14.50%
Freddie Mac	FRE	100	59.05	5.31	11.12	1.00	28.76%	12.00%
Gen'l Electric	GE	100	24.35	1.72	14.16	1.30	30.47%	11.00%
Golden West Fin'l	GDW	90	71.81	5.98	12.01	0.90	32.21%	16.00%
Horton D.R.	DHI	90	17.35	3.10	5.60	1.35	42.39%	17.50%
Household Int'l	HI	100	27.81	4.79	5.81	1.45	36.90%	11.50%
IHOP Corp	IHP	100	24.00	2.05	11.71	0.80	30.49%	11.50%
Johnson Controls	JCI	95	80.17	6.67	12.02	1.00	29.13%	11.00%
Kroger Co	KR	100	15.45	1.66	9.31	0.95	31.68%	12.50%
Lincoln Elec Hldgs.	LECO	90	23.15	1.86	12.45	0.75	37.04%	11.00%
Magna Int'l 'A'	MGA	95	56.15	6.49	8.65	0.90	27.29%	10.50%
Moog Inc 'A'	MOG/A	95	31.04	2.67	11.63	0.80	50.50%	10.50%
North Fork Bancorp	NFB	90	33.74	2.60	12.98	1.05	26.36%	12.50%
PMI Group	PMI	100	30.04	3.97	7.57	1.05	39.16%	12.00%
Polaris Inds	PII	100	58.60	4.60	12.74	1.00	33.72%	12.00%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	股票代码	盈余可预测性	股价（美元）	现行每股盈余（美元）	现行市盈率	贝塔系数	标准方差	每股盈余在下5年期内的预计增长
Popular Inc	BPOP	100	33.80	2.68	12.61	0.85	29.27%	12.00%
Roslyn Bancorp	RSLN	90	18.03	1.85	9.75	1.00	30.14%	14.50%
Ruby Tuesday	RI	95	17.29	1.35	12.81	0.80	39.72%	19.00%
Ryan's Family	RYAN	100	11.35	1.16	9.78	0.70	34.86%	11.50%
Safeway Inc	SWY	95	23.36	2.57	9.09	0.80	31.50%	12.00%
South Trust Corp	SOTR	100	24.85	1.89	13.15	1.00	32.02%	11.00%
TCF Financial	TCB	90	43.69	3.30	13.24	1.05	28.52%	12.50%
Teleflex Inc	TFX	95	42.89	3.13	13.70	0.95	32.89%	10.50%
Universal Forest	UFPI	90	21.32	2.08	10.25	0.80	34.15%	12.00%
Washington Federal	WFSL	90	24.85	2.32	10.71	0.90	32.91%	11.50%
Wellpoint Health Ntwks	WLP	95	71.16	4.85	14.67	0.80	29.66%	21.50%
Wendy's Int'l	WEN	95	27.07	1.95	13.88	0.60	34.37%	14.50%
Zions Bancorp	ZION	100	39.35	3.82	10.30	1.05	31.19%	10.50%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第6章 寻找绩优企业：绩优企业就是可靠的投资对象吗

佩特拉的择优法则

佩特拉热衷于阅读管理策略类书籍，她确信自己已经找到了股市里的生财之道。她所读的策略书籍通常都会提到一些管理最优及最差的企业的案例分析，以及这些企业管理方面的巧妙（或不足）之处。她所要做的就是挑出市场里运营得最好的企业，并把钱投资进去，那么收益就一定会随之而来。幸运的是，佩特拉碰巧在财富杂志里找到了一份美国股市里的20家最优企业的名单。在她买进这些股票时，她注意到三个问题。一是相对于它的竞争者来说，这些企业都是以极高的收益倍数成交。二是这些企业的股票都被共同基金和养老金基金广泛持有。三是股本研究分析家预期这些企业将来会持续获得较高收益增长，对于这点佩特拉认为是个好兆头。

可是1年之后，投资的结果却让佩特拉十分失望。虽然她投资组合里的大部分企业仍被认为是运营良好且管理得当，但是它们的股票却表现欠佳。事实上，她发现对于那些她认为是好的消息，市场的反应却是负面的；收益增长25%通常会被看作是利空消息，因为其低于投资者所期待的35%的增幅。更糟糕的是，她投资组合里有两家企业，因被披露管理不当而跌破其支撑点。在这两支股票上，佩特拉亏损了不少。吸取教训后，佩特拉决定下一年要转为投资那20支业绩最差的企业。

这则故事的寓意是：当你在考虑最优时，很好的企业也是不够优秀的。

买进生产优质产品且管理得当的企业，会带来不错的回报。这种说法你应该已从许多看似完美的渠道听过不下百遍。比方说，沃伦·巴菲特（Warren Buffett）曾说过，他买进的是生意而不是股票，这是大家都该听

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说过的。相对于其他投资说法，该说法的理由算是比较充分，因为这是非常直观且合理的。毕竟，有谁会说管理得当的企业会比管理不善的企业经营的更差？在这一章里，你会发现，当你以不同方式解读这一问题时，该说法就会变得越发复杂。你会投资那些被认为是管理优良的优秀企业还是那些声誉不佳的企业呢？在这一章里，我们会分析该问题的答案以及对把这一投资策略付诸实际时所需要注意的方面进行分析。

故事的核心内容

管理得当的绩优企业从长远来看应该是值得投资的，这说法看起来是那么的理所当然，以至于投资者一般不需要过多的劝说都会接受它。以下是买进绩优企业股的一些理由：

- 有史可鉴。当你在分析过去一直在股市中表现良好的一组企业组合时，你必定会发现，管理得当的企业能成功地为他们的客户提供所需的产品。根据这一点，投资者和投资顾问会认为，你应把钱投到生产优质产品以及管理良好的企业中，这样你就能在长远的未来由此获得较好的回报。他们还会对你说，在企业找到新的投资机会时，较好的管理会为企业带来较高的收益增长。
- 管理得当的企业，风险较低。这是购买管理得当的企业的第二个理由。管理者所作的欠佳或不及时的决定会导致价值的减少，若这点是你投资企业所面对的其中一个风险，那么，对于管理良好的企业来说，这种风险相对要低一些。同时具有较高增长及较低风险的企业在长远来看将会赢得一定回报。

怎样才算是绩优的企业

对于良好企业的定义很难得到一个共识，因为对于绩优这一概念有着太多的衡量标准。许多人以企业的财务状况来衡量其是否优秀；好的企业获得较高的投资回报而且对资金的再投资也显得较为精明。有些投资者相信，良好企业的管理层会遵从股东且会为股东的最优利益负责，而企业的公司管治则起着关键作用。最后，还有一些人相信，良好企业应不仅为股东还有其他利益相关者负责，包括他们的客户、雇员以及社会公众等。所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以，对于同样的一些企业，它们也许会被某些投资者看中，但却不会入选另一些人的投资清单里。

财务表现

要判断一个企业有多优秀及其管理层运作得有多顺畅，最简单且直接的方法就是看该企业的财务表现如何。一家运营良好的企业会以尽可能低价的方式来筹集资本，它会很好地节省其必须投资的资金，并为其寻找合适的投资项目。而这一过程，将会为投资者带来财富。

大部分关于企业品质的衡量标准，都尝试要评估公司在以下所有这些方面所达到的表现情况。为了评估企业在筹集和运用资金方面有多成功，你可以考察其在资金投资上所获得的回报以及其所花费的成本。这两者间的差值表示了企业所获得的超额回报，并且反映了该企业具有的竞争优势。比方说，在20世纪90年代，每一美金的超额回报，通常被称为经济附加值（EVA），这一数值受到相当多管理者和顾问们的追捧。其定义如下：

$$经济附加值=(投入资本回报率-资金成本)\times 投入资本$$

例如，一家企业的投入资本回报率为15%，资金成本为10%，那么其每1亿美金的投入资本的经济附加值为：

$$经济附加值=(15\%-10\%)\times 1=0.05\ (亿美元)$$

经济附加值为正值表示了企业获得的收益高于其资金成本，其数值大小则表示在这期间企业到底产生了多少超额回报。企业的巨额资本投资要获得较高的超额回报，这是非常难得的，而经济附加值则以百分比度量形式显示出了这种企业的优势。

要想评估一家企业股票的投资质量，这是相对较为容易的。通过将价格增值与股利相加，你可以得出在一段时间内持有这些股票的收益回报，然而，这种计算本身并没有过多的象征意义，因为你必须将该回报与你在同一时期若投资其他同等风险度的股票所可能获得的回报进行比较。进行了风险调整后的回报才能反映出在给定的市场表现及股票风险情况下，该股票所赚得的比它应得的是多还是少。

公司治理

公开上市企业的管理者通常会遗忘了他们是在为股东们经营着这些企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业，相反，他们却把他们管理的企业看作是其私人领地。衡量公司管治的一个标准为管理者对股东的响应程度。响应度高的企业会被认为是比响应度低的企业更受市场的欢迎。

如何能最好地衡量管理层的响应程度呢？查看管理者的言辞几乎是没有任何用处的，因为几乎每一个管理者都声称他们一直把股东的最大利益放在心上。同样地，对于管理者的作为也是很难找出任何线索的。观察企业的董事会是如何组成的以及有多少具有较高权利的管理者愿意听从于董事会，这是个比较可行的方法。有些执行官采用了美国世通公司(WorldCom）和美国能源交易商安然公司（Enron）所用的手段，将那些亲密的董事组成董事会，而这样的董事会根本就没有能力监管管理者的所作所为。相反地，对于其他一些企业，它们拥有一些见识广博的专家团可以时刻向管理者提出警示和质问。

在最近几年，商业周刊根据一系列的标准对美国大型企业的董事会进行了评级。他们分析了董事会的董事成员数目、内部成员（雇员或顾问)的数目、首席执行官是否董事会的主席、董事会是否在首席执行官不干涉的情况下定期开会评估其表现及制定其报酬，以及董事们是否拥有相当的企业股票以行使他们判决等相关情况。

由于 2002 年企业丑闻的影响，当投资者陆续发现了许多公司蹩脚的董事会放任其首席执行官们的经营行为时，其他服务企业开始觉悟并意识到需要对企业的公司管治进行评估。无可置疑地，当这些服务企业设计出自己的一套关于企业的公司治理评价准则时，他们将成为商业周刊的竞争对手。

社会责任感

股东们对公司保持良好的运营有着非常密切的利害关系，而其他团体的利益则取决于管理者的决策；例如，那些对股东们有利的决策可能会对雇员和顾客们造成反面影响，而那些富裕股东的决策则可能会要整个社会付出相应的代价。事实上，被称为平衡计分卡的倡导者们认为，传统的财务分析过分强调了公司为股东所作的贡献，却忽视了他们为企业其他利益相关者所提供的服务。他们认为，一家绩优企业，在为其股东创造出色的财务状况外，也要为其雇员、顾客及社会带来利益。

若你认可这一看法，则你将面对一个实际的问题，那就是该如何最好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地衡量这些为社会带来的利益。关于这些利益的计量，人们已经做过不少的尝试，然而这些利益的分析大多都是定性的，这一事实说明了任何关于企业社会责任感的评估都是非常主观的。事实上，大部分对于企业作为公司公民的评级是基于调查得出的，有的是以一般公众为基础，有的是依据其所在团体的其他企业的评价所得。比如，我们来看看财富杂志是如何提出它广为流传的每年最受褒赏的 10 大企业排名。合益管理咨询有限公司（Hay Group）是一家从事等级评估的顾问企业，它从 58 种行业里选出了 10 家收入最大的公司，包括了大型外资企业的子公司在内。然后，它咨询了一万名管理者、董事以及证券分析师，让他们选出在任何行业里其最赞赏的 10 家公司。另外，他们还被要求根据 8 项准则来为自己行业内的公司进行等级评估，这 8 项准则包括了：革新、财务稳固性、雇员才能、公司资产的利用、长期投资价值、社会责任、管理层素质以及产品和服务的质量。他们将这 8 条准则的调查回馈的分数取其平均值，以得出决定每家公司在行业内排名的最终分数。表 6–1 列出了 2002 年最值得赞赏的十佳企业。

表 6–1　2002 年最值得赞赏的公司：财富杂志的调查

等　　级	公　　司
1	General Electric
2	Southwest Airlines
3	Wal–Mart Stores
4	Microsoft
5	Berkshire Hathaway
6	Home Depot
7	Johnson&Johnson
8	FedEx
9	Citigroup
10	Intel

资料来源《财富》杂志

这个排名在 2002 年初发布。列表中有两家企业在当年陷入了相当的困境——花旗集团（Citigroup）遭遇安然（Enron）事件灾难、通用公司（GE）则受其一些财务决定以及杰克·韦尔奇（Jack Welch）的工资支付问题的影响。显然，两家企业之一或两者似乎将无法蝉联 2003 年的十佳排名。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理论基础：质量创造价值

管理优良且产品优质的公司会比无此属性的公司具有更高的价值。几乎没有人会对此结论存在任何异议。事实上，大部分的价值评估方法将这一影响归入考虑因素之一，并且得出的价值结论也同样印证了这一观点。

现金流量贴现价值的输入值

一家企业的价值是关于该企业通过现存的投资而产生的现金流、这些现金流的预期增长以及投资所需资金的成本这三者所构成的一个函数值。在价值评估的过程里，存在有许多地方可以显现出那些管理优良并作出了合适的投资抉择的公司的优势：

- 首先第一个明显的地方是关于现行收益这方面。具有合适项目和管理优秀的企业会公报由其现行的投资项目所获得的较高收益。这些较高的收益将会带来价值的增长。
- 一家公司的收益增长取决于该公司进行商业再投资的额度以及其选择投资的眼光。一家能够寻找到更多能带来高额回报投资机会的企业，会具有较高的增长率和较高的价值。
- 在一定意义上，每家公司逐渐变成赚取资金成本（仅此无他）及以创造低于经济大环境的增长率的成熟企业。一家作出合适策略决定且建立实质竞争优势的企业也许能够延迟或递延其清算日，而其导致的高速增长将会带来价值的增长。
- 最后，管理优良的公司也许能够通过调整债务和股本结构以及合理选择债务类型的方式来减低筹集资产的成本（资金成本）。

举个例子，像微软（Microsoft）和沃尔玛（Wal-Mart）这样的企业，他们有着很高的评价，这是因为尽管公司规模庞大，但他们的收益看起来仍能保持以健康的比率持续一直增长。假如你考虑到他们管理优良所产生的效果，你也许会认定他们会持续增长并获得较高的回报。从而，增长他们公司的价值。

通过将管理得当和产品优质归入到价值评估中，你可以避免在评估企业价值时可能遇到的其中一个最大的危险，那就是一些不切实的谎言可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会被用来证明那既不合理且不可接受的增长率。因此，你也许会被告知，因为网上零售市场很巨大所以网络零售企业将一年增长60%，或是由于其品牌效应大，所以可口可乐公司（Coca-Cola）一年增长率将达到20%。尽管这些说法里也许有部分是事实，然而，对于这些定性的分析如何转化为增长的数量性元素的考量则是判定稳定价值必不可少的步骤。

不同的投资者，对于同样的定性因素的分析会得出关于隐含的资本回报率、利润、再次投资比率以及因此而获得的增长的不一样的结论吗？这是绝对的。事实上，你会料到，对于未来的价值估算的见解也同样会出现分歧。在一个好的价值评估里，一家管理相对良好或是具有更为出名品牌的企业，其相关的这些性质将会归入到分析的内容并最终被运用到价值评估里。对良好的管理而付出额外的溢价，这是没有理由依据的。

经济附加值和超额回报模型

在较早一节里，经济附加值的定义为投入资本回报率、资金成本以及投入资本这3个变量的函数值。为了了解经济附加值和企业价值间的联系，我们来分析一个用现存资产的投入资本和你所预期这些资产和新的投资在未来获得的超额回报来表示的关于企业价值的简单函数式：

企业价值 = 现存的投入资本 + 在未来几年里的预期经济附加值的现值企业价值为企业资产投入资本以及所有未来经济附加值的现值的总和。

让我们来分析一家现存资产的投入资本为1亿美元的企业。假设该企业的投资预期将带来0.15亿美元的税后营业收入，而其资金成本为10%的永续年金。那么你可以算出其每年的经济附加值为：

$$经济附加值=0.15-0.10\times1=0.05\ (亿美元)$$

企业价值也可以通过这些数据计算出来，首先要算出未来预期经济附加值的现值。鉴于0.05亿美元的经济附加值是预期永远存在的，而其资金成本为10%，所以现值为：

$$经济附加值的现值=0.05/0.10=0.5\ (亿美元)$$

把这结果加到现存的投入资本1亿美元里，得出企业价值为1.5亿美元。

$$企业价值=投入资本+经济附加值的现值=1+0.5=1.5\ (亿美元)$$

当你预期企业在未来的投资项目将带来超额回报时，计算会变得较为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

复杂，但是，价值计算的基本框架是不变的。主要须认识到的是，你是根据企业对于资金成本而产生的超额回报来确定企业价值的。因此，一家选择能赚回其资金成本的投资项目并从而能以固定比率增长的企业可能会逐渐壮大，但它不一定就是一个更有价值的企业。运用市场附加值（MVA）也可以表明这一结果。在这个例子里，市场附加值表现为企业价值 1.5 亿美元和投入资本 1 亿美元之间的差额，即得出 0.5 亿美元。该数值只有在资本回报率高于资金成本时才会是正值，而且还与这两数据间的差额成增函数。相反地，当在资本回报率低于资金成本时该数值将为负值。

如果你得出的结论是企业拥有较好的管理、较优质的产品或更为高效的董事会的最终结果是获得较高且更稳定的超额回报，那么，你会发现具有这些特性的企业，其价值将高于不具有相应特性的同类企业。

查看证据

对于一家好的企业，通常有许多互不一致的定义，因此，对于不同的定义的论据也要进行相应的分类就显得很正常了。在这一节，你会先由企业项目所获得的超额回报以及由企业股票而获得的收益回报两者间的关系开始分析。接下来，你将考察企业较强的公司治理或是较强的社会意识是否会转化为投资者将获得的较高股票回报。在本节末尾，你会分析到那些根据企业质量并将一些因素组合起来对企业进行等级划分的服务企业是如何去寻找优质的投资对象的。

项目质量和股票回报

增长的经济附加值会导致市场价值的增长吗？经济附加值的增长通常会使得企业价值增长，这也许会，但也许不会导致股票价格的增长。因为市场已建立了其自身对未来经济附加值的预期。因此，像微软（Microsoft）这样的企业是根据其将获得的巨额增长的未来经济附加值来定价的。

较高经济附加值的公布会使得企业的市场价值增加还是减少，这很大程度取决于经济附加值预期变化的情况如何。对于那些市场可能预期其经济附加值无增长或甚至会减少的成熟企业，经济附加值的增长公布将是好消息，并会导致市场价值的增加。对于那些被认为具有很好增长机会并且预期会公布经济附加值增长的企业，若公布的经济附加值增长没有到达预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期效果，则其市场价值将会下降。这几十年来投资者们已认识到市盈率的这种现象，他们应该不会对此感到惊讶。企业收益的公布是以其预期值来进行判断的，而正是这种收益的出人意料驱使着价格的变动。

因此，你不会期望在经济附加值和股票回报值之间甚或是在经济附加值和股票回报值的变化之间存在有任何的相关性 。那些公布有最大经济附加值增长的股票并不一定会为其股东带来高额回报。这些假定已被美林首席策略师理查德・伯恩斯坦（Richard Bernstein）在美林公司（Merrill Lynch）所作的研究所证实，他对经济法附加值和股票回报之间的关系进行了深入的研究。

- 一个包含了经济附加值的绝对值最高的 50 家企业的投资组合，在 1987 年 2 月和 1997 年 2 月间获得了 12.9%的年回报率，而同期的标准普尔指数（S&P Index）为每年 13.1%的回报率。
- 一个包含了经济附加值对比前一年的增长率为最高的 50 家企业的投资组合，在同一时期的年回报率为 12.8%。

简而言之，仅因为它们在上一年度获得了高额的超额回报或是其超额回报在上一年度有着最大的增幅而投资该公司，这并不是一个盈利的策略。

公司治理的回报

具有较强的董事会及公司管治原则的企业比起那些不具此特性的企业是否为较好的投资对象呢？关于这个问题的大体证据是混杂且矛盾的，但可以十分确定的是，股票价格通常会随着企业赋予其股东的权力越多而有所上扬。

让我们先分析一下董事会和价值之间的联系。研究表明，相对那些具有较大且较为顺从董事会的公司，董事会较小且更为激进的企业有着较高的价值。普华永道公司（Price Waterhouse）在一项跨国家公司管治的调查里得出这样的结论，即在公司管治较强硬国家的企业会以远高于公司管治较差国家的企业的溢价成交。然而，对于买进公司管治较强的企业将会产生较高回报这一说法，则并没有任何支持理据。

关于根据公司管治原则来对企业进行投资的这一策略提供了最有效指引的研究，分析了那些加强或削弱公司管治的行为及其对股票价值的影响。例如，当他们采用新的较严格的反接管修正条款或是改变股份的投票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权以赋予在职管理者更多的投票权时，公司股价会下跌，这两种行为都削弱了公司管治的效果。相反的，当管理者被替换或是宣告了委托书争夺战 (Proxy Fight) 时，公司股价会呈上升之势，这些都是加强公司管治的行为。

社会责任感的回报

有些投资者想要避开投资其认为缺少社会责任感的公司，而在最近十年出现了大量的迎合这些投资者的基金项目。不同的基金对于社会责任感有着不一样的定义，而这些基金的管理者都一致辩称投资那些“符合行业道德”的公司会最终产生较高的回报。然而，与他们意见相左的其他基金管理者则相信限制投资选择将会带来较低而不是较高的回报。

在一项注定会使得双方都失望的发现中显示，通过对 1990~2001 年美国、英国和德国的 103 家符合行业道德的基金进行的调查得出，在这些基金和传统基金之间并不存在明显的超额回报差异。这对于那些投资了这些基金的投资者来说无疑是个坏消息，因他们一直预期着社会责任感能为其换来经济上的回报。然而，它对于那些以无私心态来投资这些基金的投资者来说则是个好消息，因他们只是全心希望对他们的社会责任作出一定的贡献。

绩优公司的更为广泛的定义

前面所提到的所有研究可能会因对确定绩优公司的观点过于狭隘——比如，绩优公司能带来超额回报，或它们有着更为高效的董事会，或它们有着更强烈的社会责任感——而出现错误。你可以辩解说，绩优公司也许涵括了所有这些特性并且若对绩优公司采用更为充分的定义也许能为投资者带来更好的回报。

投资优秀的公司。汤姆·彼得斯（Tom Peters，世界著名的管理学大师），从他前几年广为阅读的那本关于优秀公司的书里选出了一些他认为比市场其他公司更为优异的企业。在没有对其标准作论证的情况下，米歇尔·克雷曼特意找出那些不符合优秀定义的公司——一组非绩优公司——并以之于一组绩优公司进行比较。表 6-2 总结出了这两组公司的数据。

绩优公司显然有着更好的财务状态并且比非绩优公司产生更多的利润，但是它们就一定是更好的投资对象吗？图 6-1 将这些公司可能获得的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6–2 优秀与不优秀公司：财务比较

	优 秀 公 司	不 优 秀 公 司
资产的增长	10.74%	4.77%
股本的增长	9.37%	3.91%
资本报酬率	10.65%	1.68%
股本报酬率	12.92%	-15.96%
净边际利润	6.40%	1.35%

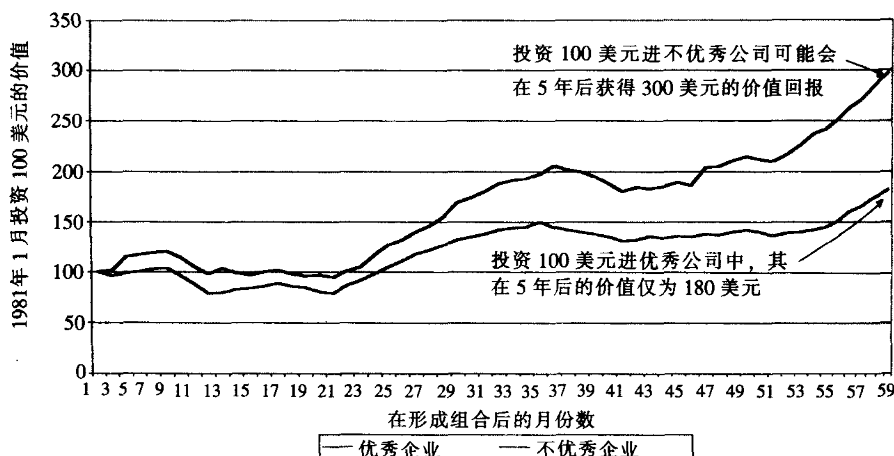


图 6–1 优秀与不优秀公司

注：数据来源于克雷曼的研究。该图反映了在分类后的 60 个月里，投资 100 美元进优秀及不优秀公司的价值表现。

回报与那些绩优公司的回报作了比较。

绩优公司也许具有较良好的财务状态，然而非绩优公司却可能会至少在该分析的期间里（1981~1985），是更值得投资的对象。在 1981 年若投资 100 美元的非绩优公司可能会涨到 1986 年的 298 美元，而若投资 100 美元的绩优公司则可能只会涨到 182 美元。由于这个研究并没有进行风险的控制，它不能证明绩优公司并不必然是极好的投资。

标准普尔股票等级。标准普尔是一家评级机构，它编制股票的质量等级正如其债券评级一般。因此，一个 A 等级的股票，根据标准普尔的评级，其质量高于 B+ 等级的股票。其等级评定是基于财务估量标准（例如获利能力比率和财务杠杆）以及标准普尔对企业的主观评价。图 6–2 归纳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

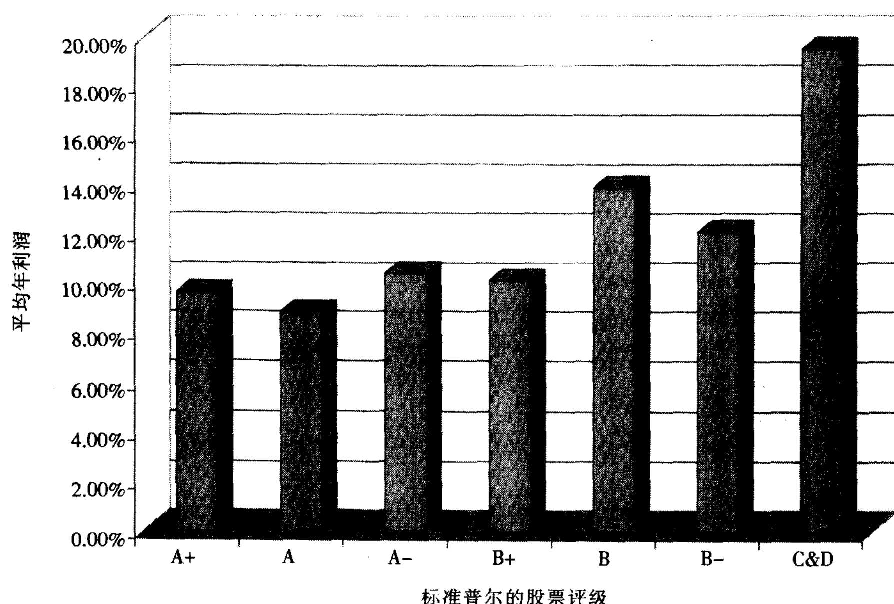


图 6-2 标准普尔评级类别的年利润：1982~1991

注：数据来源于标准普尔的评级。这里显示了在每个评级里的股票的年利润。

了不同等级的股票所获得的回报：最低级别的股票有着最高的回报而最高级别股票则有着最低的回报。

再次，由于最低等级公司的较高回报也许能很好地反映这些企业所存在的较高感知风险，所以这些发现并不具有权威性，但是它预示了那些期望获得较高回报而买入最高级别股票的投资者应该会因而感到非常的失望。

《财富》杂志评级。在较早节里，曾阐述了《财富》杂志是如何提出其每年最值得赞赏公司的排名。在该过程里，《财富》杂志也公布了 500 家公司（根据执行官和分析家的问卷调查所得）的分数。有项研究专门分析了，假如投资自 1983 年至 1995 年每年《财富》排名 50 家最值得赞赏的企业及 50 家最不值得赞赏的企业所可能得到的回报，其结果是十分正面的。在建立了该投资组合的 5 年里，最值得赞赏的企业获得了 125%的回报，相比之下，最不值得赞赏的企业仅获得 80%的回报。就算是对其风险和企业性质差异作出调整后，这个差异依然存在。最值得赞赏企业的组合确实在样本总共 11 年里有 8 年表现得比最不值得赞赏企业的组合要出色。

这些结论，与我们分析绩优和标准普尔等级企业时所得出的结果大不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相同。其中一个可能的解释为，财富杂志在评级过程中通过它的问卷调查而纳入了更多定性的因素。这些定性数据的代入也许就是附加值的来源。然而不管其解释是什么，它确实为投资那些高质量企业带来了希望，它所提出的关于企业质量的综合度量方法可能会以较高回报的方式作为回应。

数据的处理

让我们来看看，在认识到何为绩优企业的特性后再来考虑超额回报可能带来效益时，这些企业在不同市场里有着怎样的差异。你会先从超额回报和经济附加值在美国各公司间的分布情况开始分析。接着你会考虑到关于公司质量的其他替代衡量标准以及对应不同衡量标准所得到的公司列表。

跨市场

与公司管理品质联系最紧密的一项经济指标是公司投资所获得的超额回报，也就是投入资本的回报与筹资该资金的成本之间的差额。这一衡量标准包含了管理各个方面的问题。进行优质投资的能力会在资本回报里反映出来，而对于资本不同来源的最合理的利用将得到一个较低的资金成本。

由于一个超过资金成本的资本回报会带来一个正值的超额回报，所以有一些企业能获取到超过资金成本的巨额溢价。在另一种极端的情况下，当面对高资金成本时也有些企业会得到巨额的负资本回报。图 6–3 反映了在 2001 年美国企业所获得的超额回报的分布情况。

你应当注意的是这反映的只是 1 年的数据；该图的年度是 2001 年。在这个案例里，当年的经济萧条影响了许多周期性企业的收益（及资本回报），导致这些企业产生了负的超额回报。尽管存在这样的限制，企业间的超额回报出现的分歧是很显著的。不同行业间的超额回报还存在着很广的差距。表 6–3 列出了那些在 2001 年产生最正面及最负面的超额回报的行业。

仔细分析这些行业，你会发现超额回报衡量标准的偏差及其限制的情况。企业处于其生命周期的早期较为年轻的行业，例如电子商务和无线网路，会趋向于产生负的超额回报，而那些入行较难的行业——例如，饮料品牌、家居产品及药品执照等则能带来最正面的超额回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

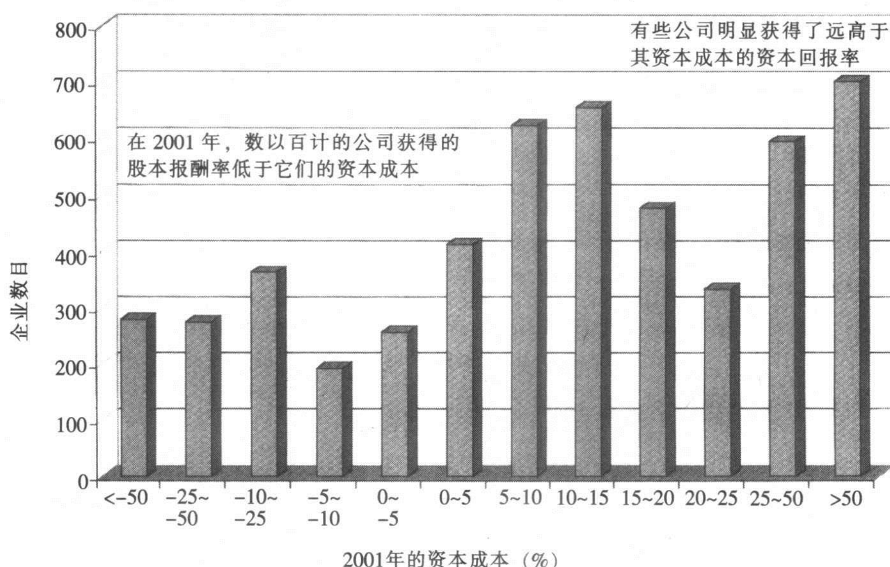


图 6–3 超额回报：在 2002 年 10 月在不同美国股票里的分布情况

注：数据来自于 Value Line。这里，超额利润指的是最近年度的资本报酬率（账面价值）与资本成本之间的差额。

表 6–3 最高及最低额外回报的行业板块

行 业	资本报酬率–资本成本	行 业	资本报酬率–资本成本
互联网	–32.76%	饮料（软饮料）	13.94%
电子商务	–17.78%	家用电器	14.10%
无线网络	–11.80%	医疗	15.42%
娱乐技术	–8.07%	电力设备	15.79%
通信设备	–8.00%	半导体	16.33%
保险(财产/意外伤害)	–7.11%	饮料（酒精）	17.12%
投资公司（外国）	–6.85%	石油（综合）	17.46%
医疗信息系统	–3.77%	家居产品	19.53%
娱乐	–2.46%	石油（生产）	19.92%
房屋建造	–1.28%	化妆品	20.30%
房地产信托投资基金	–1.04%	烟草	24.47%
有线电视	–0.63%	药品	24.93%

为了均衡对最近几年关于超额回报分析所产生的偏差，你可以研究优质企业更多的定性衡量指标。许多广泛公布的评级指标例如财富杂志的最值得赞赏企业被考虑过并被驳回，这是因为他们仅涉及了有限数量的企业；比如，财富杂志仅评价了 500 家企业。相应地，价值线（Value Line）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的及时性评级作为所选的衡量指标，包括了大概 1 700 家公司而且它已经活跃了超过有 30 年多了。事实上，它曾被广泛地研究过，并证实了它作为该时期股票回报的预报器是异常成功的。价值线（Value Line）分析家们在推出其及时性评级时，考虑了各种各样的因素，包括了获利能力、收益增长和收益要素等，该及时性评级的级别从最优的 1 等级（最及时的）股票到最差的 5 等级（最不及时的）股票。图 6–4 显示了在价值线（Value Line）样本里每一种等级下的企业数目。

正如你会在图 6–4 里所看得到，其中大概有半数的企业被归类为平均水平，其等级为 3。少于 100 家企业被认为是最高的 1 等企业，而也有同等数量的企业被归纳为最差等级。

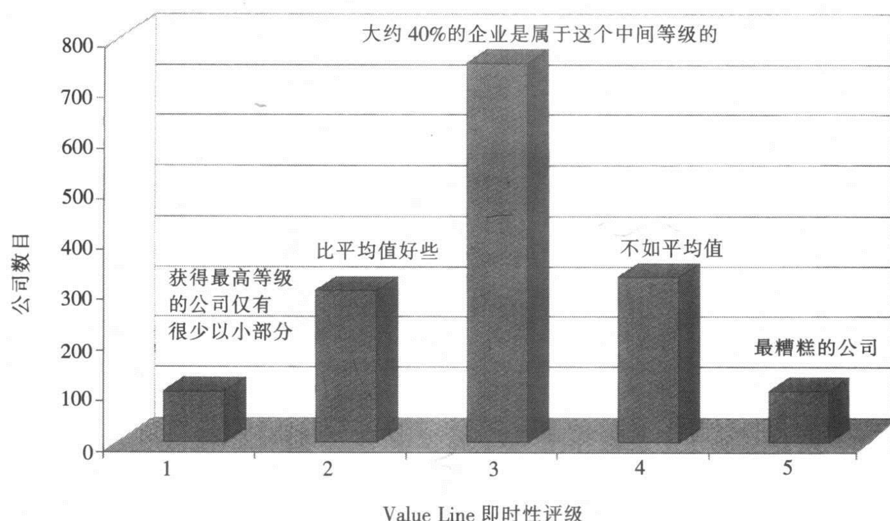


图 6–4 Value Line 即时性评级

注：数据来自于 Value Line。这个表格显示了 Value Line 所划分出的各个即时性等级（1 是最好、5 是最差的）里的公司数目。

最优公司的名单

关于公司品质的那些具有竞争性的衡量标准使得构建良好的企业投资组合变得困难。你可以选择那些去年产生最高百分比超额回报的公司，但是你因此会面临构建一个极少企业数组合的危险；要注意的是，小企业想要获得 50%的资本收益将比大企业要容易些。为了克服这点，你可以选择

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些具有最高经济附加值的公司组合。由于经济附加值是按美元计算的，这会使你对产生超额回报的超大型公司产生偏见，而且若将所有重心都放在某一年的财务状况上从而忽略其他定性的因素，这是非常危险的。

通过查看那些在最近财务年度里（这里是指 2001 年）所产生的经济附加值至少为 0.5 亿美元，同时其创造超额回报至少为 5%并且保持着价值线（Value Line）及时性等级为 1 的企业，你可以把定量和定性的度量标准一并合起来进行运用。表 6-4 列出了那些符合了以上 3 项条件的公司，这就是将在下一节被仔细研究的“绩优公司”组合。

故事的更多分析

任何基于买进经营良好、高品质的公司并期望着这些公司的预期收益增长会带来价格上扬这一种想法的投资策略都是危险的，因为公司的现行价格可能已经反映出了管理层和企业的品质。若现行价格是合适的（而且市场对品质存在着溢价），其中最大的危险就是企业将随着时间而失去其光彩，而这种支付的溢价也将会消耗殆尽。若市场夸大了管理层品质的价值，这种策略则会导致较差的回报，即使该企业实现了其预期的增长。只有当市场低估了企业品质所带来的价值时，该策略才有机会获得超额回报。

在预期值的游戏中失利

假若价格太高，一家优秀的公司也会成为一项较差的投资。要理解这看似矛盾的说法，主要须认识到在投资时，你其实是在玩一个关于预期值的游戏。若投资者认为一家企业的管理比较优秀，从而据此确定其价格，如果发现其管理层不巧仅仅只是一般良好（而不是特别优异）那么他们将必须把价格调低。通过查看你所支付该公司的收益倍数与其所属群体相比较，你可以判断出已被注入价格里的预期值是多少。避免投资那些预期值已定得过高（倍数过高）的企业，尽管它可能是一家绩优企业，这种做法是比较稳健的。图 6-5 将上一节构建的同样的绩优企业与市场其余企业的平均市盈率和股价与账面价值比率进行了对比。

市场很显然对那些被认为是绩优的公司赋予了一定的溢价，并考虑到了每一个倍数。对于现行市盈率，绩优公司大概以市场其余公司的平均值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-4 经济附加值（EVA）大于5千万美元且即时性=1的公司

公司名称	超额回报	EVA（美元）	公司名称	超额回报	EVA（美元）
Dean Foods	5.55%	280.10	eBay Inc	24.27%	178.11
MGM Mirage	7.82%	610.87	Charles River	24.67%	95.65
Coca-Cola Ent	8.14%	1 197.72	ITT Industries	24.72%	550.82
Walter Inds	9.36%	240.59	Reebok Int'l	25.64%	171.71
AnnTaylor Stores	10.24%	71.85	IDEXX Labs	26.40%	60.88
Nissan ADR	10.73%	4 323.34	Winn-Dixie	26.94%	373.02
KB Home	11.04%	277.90	Moore Corp	27.10%	114.28
Jo-Ann Stores	11.56%	50.32	Lincare Holdings	27.41%	261.41
PepsiAmericas	11.76%	317.98	Education Mgmt	28.13%	81.27
Dentspoy Int'l	12.03%	157.27	Bio-Rad Labs 'A'	28.63%	124.57
Mandalay Resort	12.22%	410.25	Anheuser-Busch	29.97%	2 962.04
Moog Inc 'A'	12.48%	74.22	Procter& Gamble	30.04%	7 514.72
Constellation Brands	12.92%	307.04	Williams-Sonoma	32.92%	160.95
Harrah's	13.10%	620.06	Fossil Inc	33.43%	69.25
STERIS Corp	13.22%	78.21	First Health	35.85%	186.59
SICOR Inc	14.10%	58.11	Patterson Dental	36.28%	132.71
Hovnanian	14.23%	125.55	Dial Corp	37.71%	187.70
Quanex Corp	14.53%	68.36	Sysco Corp	38.59%	1 218.96
Stericycle Inc	15.95%	79.68	Forest Labs	40.90%	414.55
Watts Inds 'A'	16.05%	58.44	Int'l Game Tech	42.40%	386.49
Alliant Techsys	16.12%	228.99	Techne Corp	43.04%	54.87
Schein (Henry)	16.71%	125.08	United Health	43.14%	1 581.15
PETsMART Inc	18.66%	98.89	Block (H&R)	45.45%	845.93

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	超额回报	EVA（美元）	公司名称	超额回报	EVA（美元）
RARE Hospitality	19.39%	50.68	Winnebago	47.29%	53.76
Universal Health	19.39%	292.11	Varian Medical	47.66%	111.58
Career Education	19.90%	70.97	Electronic Arts	51.68%	227.13
Amet Axle	20.10%	281.46	Ross Stores	53.03%	267.33
Ball Corp	20.12%	298.84	Humana Inc	63.67%	334.55
Lennar Corp	20.52%	622.60	CDW Computer	64.59%	248.20
Fisher Scientific	21.89%	214.53	Chico's FAS	69.61%	68.17
Dollar General	22.09%	315.66	Right Mgmt	74.04%	51.89
Michaels Stores	22.45%	186.67	Polaris Inds	76.33%	165.18
AutoZone Inc	23.06%	480.64	NVR Inc	79.42%	356.98
Tenet Healthcare	23.14%	2 197.94	ApolloGroup 'A'	171.27%	183.58
Whole Foods	23.18%	153.96			
Fortune Brands	23.18%	705.54			
Express Scripts	23.62%	236.32			

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

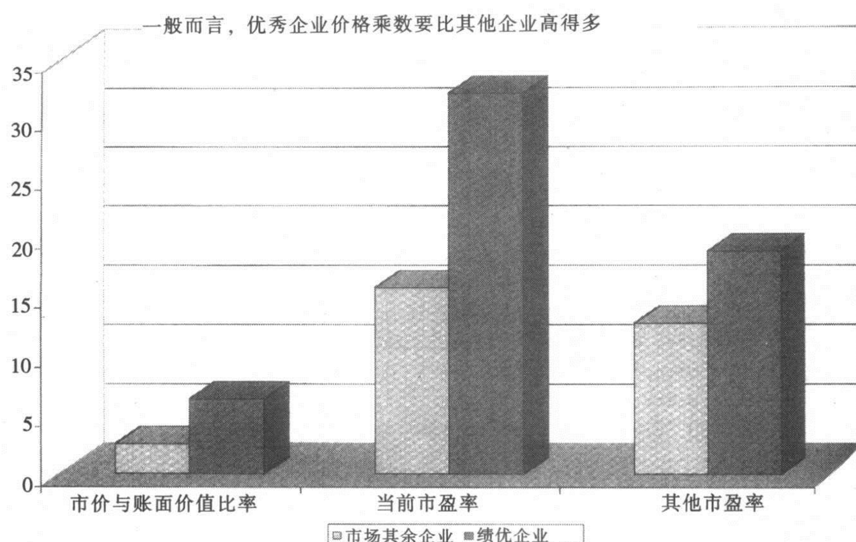


图 6–5　定价差异：好公司与市场水平

的两倍交易，而对于现行股价与账面价值比率，他们则以市场平均值的两倍半交易。其差异不大，但对于拖曳市盈率来说效果仍然是十分显著的。

要从 71 家绩优企业的样本里剔除那些价格过高的公司，就要引入价格筛选甄别。其股价与账面价值比率超过 4 或现行市盈率大于 25 的企业，会被移出样本，而该组合减少至 22 家公司，如表 6–5。

若采用更为严格的筛选条件，如股价与账面价值比率为 2.5，则该组合的数目会被删减得更多。

回归“常态”

即使绩优企业定价比较合理，在给定现行表现下，你必须考虑该公司随着时间而改变的可能性。事实上，部分企业随着时间在向着平均值靠拢，这是个较为明显的趋势。这种进程叫做“回归平均值”，会损害那些以为该企业高于行业平均值的投资者的利益。若这些公司趋向平均值，其定价肯定也会追随而至。

以“回归平均值”为限定条件对之前的组合样本进行筛选则相对会比定价过高要困难些，然而，他们有两个潜在限制。第一个是，价格筛选。你可能会只因为它按其他平均企业的价格来定价而决定买入该绩优企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-5 通过价格测试的良好公司

公司名称	股票代码	行 业	价格比账面价	现行市盈率
Kb Home	KBH	房屋建造	1.67	8.51
Lennar Corp	LEN	房屋建造	2.15	8.54
Amer Axle	AXL	汽车-贴牌	2.05	9.53
Nissan Motor Adr	NSANY	汽车	2.59	11.26
Walter Inds	WLT	多元化	1.16	11.85
Reebok Int'l	RBK	制鞋	2.06	14.41
Moog Inc 'A'	MOG/A	国防	1.75	14.76
Watts Inds 'A'	WTS	机器	1.83	15.16
Winn-Dixie Stores	WIN	杂货	2.79	15.46
Constellation Brands	STZ	酒精饮料	2.25	15.56
Hovnanian Enterpr 'A'	HOV	房屋建造	2.78	16.41
Fossil Inc	FOSL	零售	3.07	17.42
Rare Hospitality	RARE	餐馆	2.19	19.60
Fortune Brands	FO	多元化	3.57	19.69
Hnmana Inc	HUM	医疗	1.56	20.08
Quanex Corp	NX	钢铁	2.14	20.78
Harrah's Entertain	HET	旅馆	3.60	20.99
Mandalay Resort Group	MBG	旅馆	2.13	21.13
Sicor Inc	SCRI	药品	3.53	22.74
Bio-Rad Labs 'A'	BIO	医疗	3.66	23.53
Mgm Mirage	MGG	旅馆	2.12	24.02
PepsiAmericas Inc	PAS	饮料	1.57	24.94

实际上，这暗示了，你可能会在仅当公司以市盈率或股价与账面价值比率成交，而且其平均市盈率或股价与账面价值比率低于其所在行业的情况下，才买入绩优公司。第二个是，仅买进那些长期以来一直保持着其声誉的企业，以为他们一定拥有着不易耗尽的优势。实际上，运用经济附加值和价值线（Value Line）及时性等级，你会仅买进那些在过去 3 年每年都能保持超过 0.5 亿美元的正的经济附加值以及每年的价值线（Value Line）及时性等级都保持在 1 等的企业。

为了以回归平均值为条件甄选绩优公司的组合，我们剔除了那些以低于其所处行业团体平均值的现行市盈率成交的公司。表 6-6 将工业平均现行市盈率应用于通过一般定价筛选的那 22 家企业中。

有 4 家公司无法通过该检测，从而剩下有 18 家企业通过了价格筛选和回归平均值的筛选甄别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-6 行业平均定价测试

公司名称	股价标志	行　业	现行市盈率	行业平均现行市盈率
Kb Home	KBH	房屋建造	8.51	13.84
Lennar Corp	LEN	房屋建造	8.54	13.84
Amer Axle	AXL	汽车-贴牌	9.53	16.29
Nissan Motor Adr	NSANY	汽车	11.26	18.83
Walter Inds	WLT	多元化	11.85	16.43
Reebok Int'l	RBK	制鞋	14.41	23.30
Moog Inc 'A'	MOG/A	国防	14.76	24.40
Watts Inds 'A'	WTS	机器	15.16	22.91
Winn-Dixie Stores	WIN	杂货	15.46	14.95
Constellation Brands	STZ	酒精饮料	15.56	23.97
Hovnanian Enterpr	HOV	房屋建造	16.41	13.84
Fossil Inc	FOSL	零售	17.42	27.63
Rare Hospitality	RARE	餐馆	19.60	22.77
Fortune Brands	FO	多元化	19.69	16.43
Humana Inc	HUM	医疗服务	20.08	32.43
Quanex Corp	NX	钢铁	20.78	52.29
Harrah's Entertain	HET	旅馆	20.99	23.59
Mandalay ResortGroup	MBG	旅馆	21.13	23.59
Sicor Inc	SCRI	药品	22.74	24.20
Bio-Rad Labs 'A'	BIO	医疗	23.53	27.77
Mgm Mirage	MGG	旅馆	24.02	23.59
PepsiAmericas Inc	PAS	饮料	24.94	34.64

投资者的教训

关于“绩优公司”有效策略的最为简洁的描述为，你打算买入未获得市场对之同样认可的绩优公司。假定绩优公司比其同行表现更为出色，并且具有极优的财务成果，它是怎样为之保密的呢？答案也许就隐藏在市场对于一些短期事件的反应里。

第一，市场有时会对绩优公司的利空消息反映过度，甚至这些新闻也许不一定能最终获得甚为长期的价值。例如，假设可口可乐（Coca-Cola）公布了较低的每股收益是因为外汇的变动（美元的坚挺减少了）；同时还公布强势的营业收入（较高的收入，更多的销售单位等等）。如果可口可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乐（Coca-Cola）的市场价格发生戏剧性下调，它将表示自交换利率而影响了企业随时间平整这一点上又反应过度了。你也许能在其准备反弹前以还有利润空间的价格买进股票。

第二，整个行业或者甚至是整个市场都会受行业或市场里一小部分公司的利空消息的影响而掉价。例如，在 2002 年，因为其中一些公司（安然公司 Enron 和世通公司 WorldCom）的灾难性事件的发生，使得所有能源公司的价值都有了明显的下跌。假如行业中存在有一些管理优良的能源公司，当然这是必然存在的，那么你也许能够在行业低迷时以低价购入这些公司。同样地，那些新兴市场里的管理优良且营运良好的公司，一样也会受到国家层面上的政治和经济困境的影响而产生波动。例如，在 2002 年，由于巴西当时政局的不稳定，一些预期运营良好的巴西公司的企业价值都有 40%和 50%的损失。你也许曾经把这些企业选入了你的投资组合，而当投资者意识到他们的错误之后在这些企业反弹的时候获得了一定的利益。

要创建一个以对买主有利的价格交易的运营良好的公司组合，我们选用了一系列的筛选要件：

- 2001 年的经济附加值大于 0.5 亿美元：它筛选出那些达到项目投入资本超额回报的财务评价要求的公司。
- 在 2002 年 10 月公司的价值线及时性等级达到 1 级或 2 级：允许把等级要求扩大到 2 级是因为只有 99 家企业的及时性等级达到 1 级。这就允许你能在其他方面选择更为严格的甄别条件。
- 股价与账面价值比率低于 2.5：这剔除了那些已明显高于市场的股价与账面价值比率交易的企业。
- 市盈率低于行业平均现行市盈率：除了要找出那种合理定价的公司外，若你投资的公司在业绩表现方面向行业的平均表现靠拢时，你要确保你的保本性。

最后得出的 61 家公司组合会提供在章末附表里。

结　论

那些管理优秀且营运良好的公司，应比那些不具备这些特性的公司有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着更高的价值，但是，它们却并不一定就是更好的投资对象。公司要成为一个合适的投资对象，你需要在合适的价格时买进。本章所提及的大部分内容都是侧重于将其付诸实践。

一家好的公司的组成要素是什么呢？若假定了你考查企业的多个方面因素——财务业绩、公司管治以及社会责任感——那么不同服务和实体得出绩优企业的名单会有差异，这就不足为奇了。假设你设立了一个权衡了所有这些因素的综合衡量标准而得出了一组公司名单，你还需要跟进并以合理的价格来筛选这些公司。你还需要认识到公司会向行业平均值靠拢的长期趋势，并且保护好自己不受该趋势的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

章末附表：

公司名称	股票代码	行业	EVA (美元)	价格比账面价	预计增率增长	现行市场	行业平均市盈率
Omnicare Inc	OCR	药店	154.81	1.71	19.50%	21.99	57.31
Quanex Corp	NX	钢铁	68.36	2.14	11.50%	20.78	52.59
Hercules Inc	HPC	特殊化工	332.42	1.48	8.50%	0.00	23.48
Sunrise Asst. Living	SRZ	医疗服务	84.03	1.14	24.00%	9.87	32.42
Korea Electric Adr	KEP	电力	5 046.16	0.57	7.50%	4.22	26.29
Cendant Corp	CD	金融	1 225.77	1.67	16.50%	12.12	34.14
Crown Cork	CCK	包装	528.85	1.07	23.00%	0.00	21.44
Shopko Stores	SKO	零售	122.82	0.52	4.00%	12.78	30.08
US Oncology Inc	USON	医疗服务	125.38	1.15	14.50%	15.62	32.42
Pacificare Health	PHSY	医疗服务	171.78	0.44	2.50%	15.85	32.42
Owens-Illinois	OI	包装	636.25	1.02	2.00%	4.88	21.44
Autonation Inc	AN	零售	266.62	0.89	17.00%	11.71	27.63
Burlington Coat	BCF	零售	90.90	1.16	8.00%	12.55	27.63
Brown Shoe	BWS	制鞋	58.36	1.11	8.00%	10.02	23.30
Russell Corp	RML	服装	91.31	1.02	7.50%	12.75	25.87
Pep Boys	PBY	零售	117.30	0.87	20.00%	14.84	27.63
Humana Inc	HUM	医疗	334.55	1.56	21.50%	20.08	32.42
Dress Barn	DBRN	零售	63.02	1.88	9.00%	15.78	27.63
Norsk Hydro Adr	NHY	化工	3 107.41	1.16	9.50%	10.98	22.24
PepsiAmericas Inc	PAS	饮料	317.98	1.57	19.00%	24.94	34.64
Moog Inc ‘A’	MOG/A	国防	74.22	1.75	10.50%	14.76	24.40
Ikon Office Solution	IKN	办公	142.25	0.75	15.00%	14.36	23.62
Reebok Int’l	RBK	制鞋	171.71	2.06	15.00%	14.41	23.30
Global Imaging Sys	GISX	办公	60.35	2.13	16.00%	14.92	23.62

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	股票代码	行业	EVA（美元）	价格比账面价	预计增率增长	现行市场	行业平均市盈率
Jones Apparel Group	JNY	服装	340.06	2.14	11.00%	17.30	25.87
Constellation Brands	STZ	酒精饮料	307.04	2.25	16.00%	15.56	23.97
Paxar Corp	PXR	电子	52.04	2.05	12.50%	18.01	26.09
Universal Forest	UFPI	建筑	64.01	1.32	12.00%	9.23	17.01
Watts Inds ‘A’	WTS	机器	58.44	1.83	14.00%	15.16	22.91
Republic Services	RSG	环境	409.77	1.83	11.00%	15.17	22.75
Dillard’s Inc	DDS	零售	178.60	0.56	16.50%	22.79	30.08
Centex Corp	CTX	房屋建造	444.67	1.27	17.00%	7.02	13.84
Amer Axle	AXL	汽车–贴牌	281.46	2.05	14.50%	9.53	16.29
Ryland Group	RYL	房屋建造	226.34	1.75	15.50%	7.21	13.84
Ralcorp Holdings	RAH	食品加工	77.16	1.59	15.50%	16.04	21.78
Kerzner Int’l Ltd	KZL	旅馆	60.64	0.98	9.00%	17.96	23.59
Pulte Homes	PHM	房屋建造	282.63	1.13	15.00%	8.49	13.84
Kb Home	KBH	房屋建造	277.90	1.67	15.00%	8.51	13.84
Lennar Corp	LEN	房屋建造	622.60	2.15	18.50%	8.54	13.84
Coors(Adolph)‘B’	RKY	酒精饮料	250.65	2.36	12.50%	18.74	23.97
Pactiv Corp	PTV	包装	395.74	1.60	17.00%	16.38	21.44
Walter Inds	WLT	多元化	240.59	1.16	20.00%	11.85	16.43
Int’l Speedway ‘A’	ISCA	娱乐	131.27	1.88	15.50%	22.28	26.84
Honda Motor Adr	HMC	汽车	4 514.05	2.02	11.50%	14.33	18.83
Beazer Homes USA	BZH	房屋建造	116.93	2.20	17.50%	10.22	13.84
Harris Corp	HRS	电子	62.91	1.62	15.00%	22.49	26.09
Horton DR	DHI	房屋建造	265.60	2.14	17.50%	10.47	13.84
Rare Hospitality	RARE	餐馆	50.68	2.19	15.50%	19.60	22.77

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(续)

公司名称	股票代码	行业	EVA（美元）	价格比账面价	预计增率增长	现行市场	行业平均市盈率
Exelon Corp	EXC	电力（东）	4 153.18	1.77	10.50%	9.93	12.99
Manor Care	HCR	医疗服务	323.75	1.94	19.50%	29.60	32.42
Borgwarner	BWA	汽车-贴牌	196.46	1.06	8.50%	13.70	16.29
Union Pacific	UNP	铁路	2 060.02	1.56	10.00%	15.44	17.93
Mandalay Resort Group	MBG	旅馆	410.25	2.13	17.50%	21.13	23.59
Albertson's Inc	ABS	杂货	2 200.98	1.72	7.50%	12.81	14.95
Johnson Controls	JCI	汽车-贴牌	1 167.42	2.47	11.00%	14.80	16.29
Lear Corp	LEA	汽车-贴牌	759.97	1.53	15.50%	14.87	16.29
Toro Co	TTC	电器	96.60	2.11	13.00%	14.31	15.58
Telelflex Inc	TFX	多元化	198.77	2.21	10.50%	15.28	16.43
AnnTaylor Stores	ANN	零售	71.85	1.72	16.00%	26.74	27.63
La-Z-Boy Inc	LZB	家具	101.50	1.82	10.50%	17.25	17.97
Raytheon Co	RTN	国防	1 175.28	1.04	21.00%	23.98	24.40

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第7章 增长型股票的故事

伊美黛的增长组合

伊美黛是一位保守的投资者，她投资的先锋500指数基金（Vanguard 500 Index Fund）每年增长稳定，但她却很嫉妒其邻居玛莎。玛莎的投资组合在去年翻了一番，并常借此向伊美黛大肆炫耀。“你的投资组合真是没意思，”她说，“你怎么可能靠它发财呢？”最后，伊美黛向玛莎寻求建议，后者告诉了她成功的秘密。她建议伊美黛买进增长型的股票。当时伊美黛觉得这些股票似乎已定价过高而心存怀疑，玛莎则告诉她不用担心，因为股票收益会在下一年有所增长，而高的市盈率只会更有利而不会带来任何的坏处。最终伊美黛被说服了，她将钱投入了她所能选出的增长最大的公司里。

然而伊美黛却十分不幸，市场在第二年里的表现十分糟糕，总体下降了20%。而伊美黛的投资组合的表现则比市场更糟。她所选中的公司之中确实有几家公布了较高收益，但却不足以让市场满意，从而股价下跌了不少。其他的几家公司则随着经济减缓也从盈利变为亏损。其投资组合的损失额超过一半，而惟一让她感到安慰的是，玛莎损失的比她更为惨烈。经历了这一回惨败后，伊美黛卖掉了那些增长型股票并将钱重新投回到了原本的指数基金里。

这则故事的寓意是：企业的增长通常会被系上沉重的价格标签。

增长型股票是令人振奋的，而那些寻求超常回报的投资者会因此沉迷于这种股票。若你成功地选出了适合购买的增长企业，你可能会获得巨额的回报。投资者若在微软（Microsoft）和思科（Cisco）还是小型增长型企业时就已购入它们的股票，那么将会看到他的投资在10年的时间里就已经增长了50倍。然而，仅凭这些就能说明投资高增长率的股票会带来高额回报吗？正如你会在本章里看到的，投资增长型股票而获得成功是十分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

困难的，这其中有许多的原因。首先，增长通常都不过是像海市蜃楼般虚幻的，因为很少有增长型企业会保持持续的增长。其次，并不是所有的增长都会带来同样的效果，有的增长会产生价值，而有的增长则会减少价值。最后，即使是全球最吸引人的增长也可能不值得你在它身上花费过多的金钱。

故事的核心内容

当投资者相信增长不仅是可能而且还是必然时，那么在活跃的市场里推销增长型股票将会是最容易不过的事情。在这样的乐观时期，投资者愿意听信那些关于增长的说法，而至少有三种说法他们是会听从的：

- 若想要大回报，就买增长型股票。若你此刻需要的是现金流，则请买入债券。证券吸引人的地方在于企业会随着时间而发展，而发展就可能会带来双倍的或三倍的收益。你可能无法以股利的方式即刻就获得这种增长所带来的回报，不过你可以以持股价值增长的方式享用这种获利。为了获得那些能使你的小额投资组合变成较大的投资，并能使你从贫穷变成富有的高额回报，你就应该买进那些增长型企业的股票。
- 若你买进合适的增长型企业股票，将不具有额外的风险。考虑到你将会担心的关于增长型企业比成熟型企业有着较高的风险这一问题，拥护增长型企业的投资者会辩说只要你选中了合适的增长型企业，那所谓的额外风险就将不存在。毕竟，有些像 Coca-Cola、Microsoft 和 Wal-Mart 这样的企业，它们似乎已找到了持续增长的关键法门。如果你能找出这些企业间的共同模式或主题，你就能在现在较年轻的增长型企业中找出与之同类的企业。
- 买进增长型股票在税费方面更划算，历来，股价增值的征税率都低于股利税率。高增长股票的收益大多是以价格增值的方式来体现的，所以你不仅可以延期到你卖出股票时才支付该税费，而且在你支付时所付的费用还要相对少些。

若你不是反对冒险型投资者，而且正在寻求高额回报，那么你将会被增长型股票所吸引，并希望能在投资组合里中个头奖。这类说法，有一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较为温和的版本，它对于那些担心要为增长型股票支付过高成本的投资者来说十分有效：只要你以合适的价格买进增长型股票，那么较高的增长为你带来的价值将高过并会弥补你支付该股票的金额。这个策略，通常被叫做合理价格的增长（GARP），它为许多像彼特·林奇（Peter Lynch）这类增长投资偶像的投资策略作了铺垫及支持。

理论：增长和价值

一家预期未来会获得高增长收益的企业通常会比没有高增长的企业有着更高的价值。假设其他一切因素都保持一致，增长率的增加会使得价值也有所增加。但是其他一切因素是不可能保持一致的。为了获得更快的增长，你通常要对你的买卖再投资更多，而且就是这种再投资的要求使得在所谓“创造价值的增长”及所谓“破坏价值的增长”两者之间产生了区别。这两者的差别是判断一个良好的增长投资策略的重点。

折现现金流量评价下的增长

对于增长是有利的这一观点，没人会提出异议，然而对增长付出过高的代价这却是很有可能发生的。在这一节里，你首先要考察关于增长的一些主要决定因素，然后要进一步研究在折现现金流量模式下以及在相关估价方式下的增长的价值。

增长的决定因素。当你企图确定某企业的收益预期增长值时，你倾向于去查看该企业在过去（历来的收益增长）的表现如何以及分析家们对于该企业未来收益的预期增长有着怎样的评估。从历史表现和分析家们的评估这两者来看，增长是影响价值的但又是从企业运营状况里脱离出来的一个变量。将增长归入到企业价值里的最合理的方式，就是建立一个由企业为未来增长所进行的再次投资及其投资的质量两者所组成的函数。正如在上一章里所提到的，企业营业收益的预期增长是由再次投资比率（税后营业收入与新资产的再次投资两者间的比例，包括长期及短期的投资）和企业进行投资的资本回报率而得出的。

$$营业收入的预期增长率 = 再次投资比率 \times 资本回报率$$

利用股本估量企业再投资的额度和成效，该等式可简单地延伸为衡量每股收益或净收益的增长率。例如，你可以查看那些再次投入的营业净收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益（而不是营业收入）的比例以及该项目的股本投资所获得的收益比例。前者称为留存比率；后者叫做股本回报率。

股本收入的预期增长率 = 留存比率 × 股本回报率

为何要将增长与这些基本要素联系在一起呢？因这样做能在两方面获益。第一方面是，能强调增长从来不是无偿的这一论点。为了取得较快的增长，你必须投入更多，从而导致股利回报或股票回购变得不那么容易实现。第二方面是，能帮助你将那种创造价值的增长和有损价值的增长区分开来。

*在折现现金流量模型下的增长价值。*为了保持分析的简单性，我们由前几章用过的简单的永续增长模型开始分析。假设你有一家企业，其下一年预期会获得 1 亿美元的净收入，其股本回报率为 10%，而股本成本为 10%。进一步假设你预期收益将保持每年 3%的增长。那么要得出股本价值，你首先需要确定该公司为了保持其 3%的增长率而将再次投资的额度：

留存比率 = 股本收益的预期增长率 / 股本回报率 = 3%/10% = 30%

换言之，该公司将能够每年发放其收益的 70%。那么其股本价值可以写为：

股本价值 = 净收入 × 股利发放率 /(股本成本 - 预期增长率)
= 100 × 0.70 /(0.10 - 0.03)= 10（亿美元）

接下来将要问到的一个有价值的问题，那就是若收益预期永远都不会有任何增长（例如，预期每年的收益永远都是 1 亿美元），那该公司的股本价值会是怎样呢？首先，考虑一下为了保持 0%增长率所需的留存比率：

留存比率 = 0% /10% = 0%

由于企业能负担得起其收益 100%的股利发放，你可以如下评估其股本价值：

股本价值 = 净收入 × 股利发放率 /(股本成本 - 预期增长率)
= 100 × 1.00 / 0.10 = 10（亿美元）

换言之，该企业的增长并没有增加到企业的股本价值中去。

若增长带来了收益的增加，那为何它却没有对价值带来影响呢？只要你分析一下股本回报率和股本成本间的关系，就能轻易地化解这个谜团。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就以该例子来分析，假如企业的股本回报率等价于其股本成本，那么它从增长中所获得的价值（以未来较高收益的方式体现）将正好被它为了达到该增长所需支付的代价（以为了保持该增长所需进行的再次投资的方式体现）所冲销掉了。

那什么时候增长才会创造价值呢？在先前的例子里，我们假设该企业的股本回报率为15%而不是原本的10%（而股本成本维持在10%不变），并且它仍能保持其增长率永远为每年3%。则其留存比率和股本价值计算如下：

留存比率 = 3% / 15% = 20%

股本价值 = 100 × 0.80 /(0.10 – 0.03)= 11.43（亿美元）

这里，企业的增长带来了股本价值有1.43亿美元的增加，但这仅仅是因为企业赚的要多于其股本成本而已。

在最后的例子里，我们假设该企业在再次投资上赚得的股本回报率为6%，且其收益永续增长率为每年3%：

留存比率 = 3% / 6% = 50%

股本价值 = 100 × 0.50 /(0.10 – 0.03)= 7.14（亿美元）

这里，企业的增长使得股本价值有2.86亿美元的减少，因为企业赚的收益要少于其投资所花费的股本成本。

分析增长会带来价值的增加或是减少时，要考虑的主要因素为企业的再次投资的质量，这里所指的质量是以那些再投资所产生的回报相比于筹集这些资本的成本来衡量的。总的来说，那些股本回报率（资本利润率）高于其股本成本（资金成本）的企业会为其投资者创造价值。相反的，那些股本回报率（资本利润率）低于其股本成本（资金成本）的企业会以一个随着增长的加速而递增的比率对其价值造成相应的损害。投资者总是一再地忽略了这一联系，因为他们仅关注一般会计意义上的增长，而不在意该增长的产生是否高效。因此，对于那些公布了高收益增长的企业的股价将会随着时间而上涨，这也就不足为奇了。然而，当企业发展到某一程度的时刻来临时，其结算的时候，将会让投资者们十分失望。

在相对价值评价下的增长价值

许多投资者喜欢用倍数（如市盈率或股价与账面价值比率）而不是运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用折现现金流量模型来评估企业。对于一家高增长企业，市盈率也可以与基本要素联系起来，而其结论则与上一节所得出的结论相似。若你保持其他因素一致，那么一家具有较高预期增长率的公司的成交价应比预期增长率较低公司的市盈率要高。但是，若你无法保持其他因素不变，那么市盈率和增长率之间的关系将会变得非常复杂。

- 若你对有着相似增长率及风险预测，但却有着不同股本回报率的两家公司进行比较，你应预期那有着较高股本回报率的公司会以较高的收益倍数成交。这是直接根据上一节关于企业产生增长的效益及其对价值的影响之间关系的讨论而得出的。股本回报率较高的企业产生增长的效率要远高于（对于同样的增长其再次投资的额度比较小的）那些股本回报率较低的企业。
- 若你对有着相似增长率及股本回报率，但却有着不同风险预测的两家公司进行比较，你应预期那有着较高风险预测的公司会以较低的收益倍数成交。这是因为较高的风险会导致较高的贴现率，而它将减少未来增长所带来的价值。

增长、股本回报率和风险三者之间的相互关系提醒了投资者在运用价值的经验法则时要多加注意。比如，一个广为使用的经验法则认为，股票成交的市盈率低于其预期增长率，说明该股票的价值被低估了。虽然这条经验法则对于一些中等风险水平的股票也许是可行的，但对于高风险的股票（它们应按较低市盈率的价格成交）来说却是不合适的。

查看证据

相对于成熟企业，增长型企业是相对较好还是较差的投资对象呢？对该问题已经以多种方式进行过解答。例如，有些研究已经对投资这些高市盈率企业能否带来较高回报进行了探讨，而这些股票通常会是些高增长型企业。其他的一些研究则采用一个差别更为微小的方法来进行分析，它们通过检测那些收益增长率较高且定价合理的股票是否比市场有着更好的表现来推出结论。

高市盈率策略

在有关增长的投资策略中，最简单的、也是风险最大的策略，就是买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进市场里市盈率最高的股票，其前提假设为市场中存在着一些因增长而带来未来超额回报的增长型企业。

综合3证据。关于买进高市盈率股票的综合证据是严谨的。正如在第3章中注明的，当你查看这些股票时，买入低市盈率股票的策略似乎优于以显著利润差买进高市盈率股票的策略。图7–1反映了，自1952~2001年买入低市盈率股票和高市盈率股票两种投资组合的年回报的差异。请注意，这些股票都是以他们在每年年初的市盈率以及其随之年度的回报为依据进行选择的。

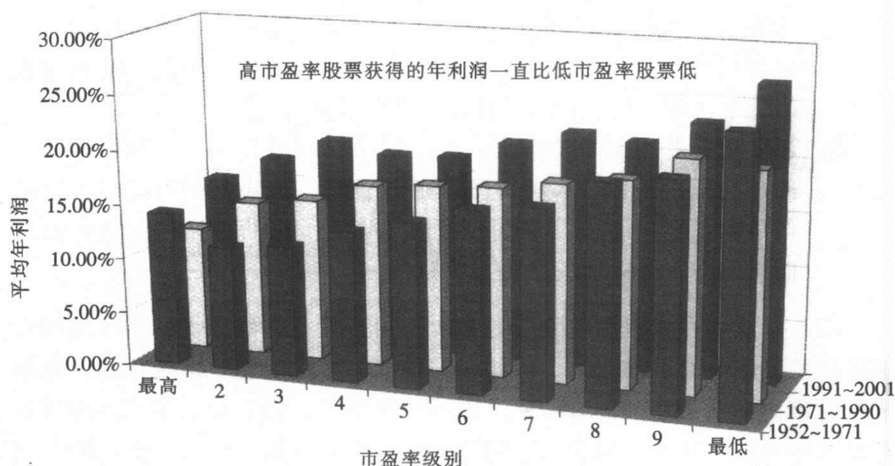


图7–1 不同市盈率等级的回报：1952~2001

注：数据来源于Fama/French。这些股票根据每年年初的市盈率进行了分类，并且计算出了当年的利润回报。

这些回报是基于两种前提假设来进行计算的。在等权模式里，假设对于每个组合里的每支股票所投入的资金都是相等的；在加权模式里，投资金额是根据企业在市场价格的比例而投入的。在等权和加权两种模式基础上，高市盈率股票的表现要差于低市盈率股票，事实上，就是高市盈率的这种一贯不佳表现导致了你常在学术以及实践研究里所看到的那种价值投资偏差的出现。

增长投资者的案例。如果表现得是这么让人失望，那么你也许会疑惑，到底是什么使得这一策略能吸引这么些投资者呢？曾经在一段很长的时期里，高市盈率股票似乎表现得比低市盈率股票要优秀；比如，投资增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长股票，似乎在市场收益增长较低时会有较好的回报表现；而在收益增长较高时，投资价值型股票往往会表现更佳。在图 7-2 里，你可以看到低市盈率和高市盈率组合间的表现差异以及每一时期的收益增长的差异。

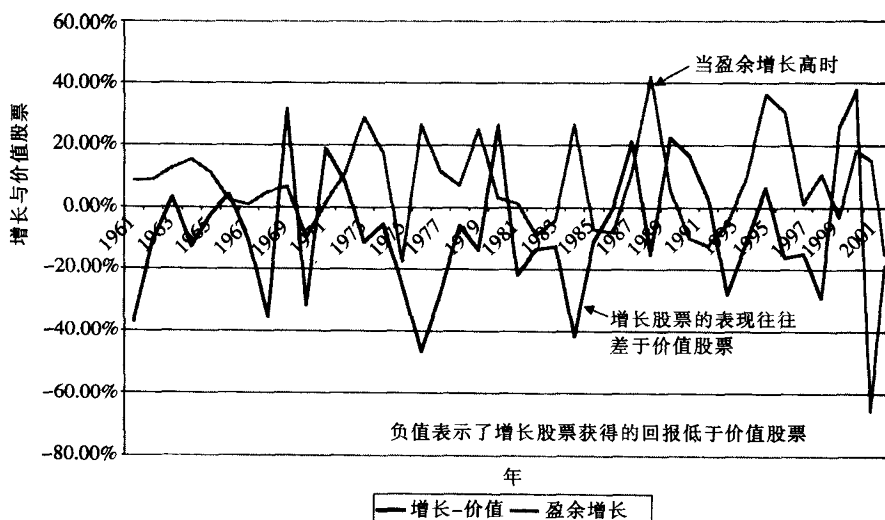


图 7-2 增长及价值股票的盈余增长的相对表现

注：数据来源于 Fama/French。图里显示了最高市盈率股票（增长股票）与最低市盈率股票（价值股票）的年利润的差额。

增长股票对比于价值股票的表现，是通过查看市盈率百分比为 10%的增长型股票组合与最低 10%的价值股票组合之间所获得的收益差额来进行衡量。因此，若该值为正值，那么将表示了高市盈率股票今年的表现比低市盈率股票要优秀。这也许是因为增长股票在这些期间因较稀缺从而得到更多的关注；假如收益增长低于市场值，那么高预期收益增长的企业将变得稀缺。同理，当所有企业都公布高收益增长时，投资者似乎就不会如此乐意为了增长而花费额外的支出。

当长期利率接近于或是低于短期利率（下降型殖利率曲线）时，增长投资也似乎表现得较好；而当长期利率高于短期利率（上升型殖利率曲线）时，价值投资则表现更为出色。图 7-3 表现了殖利率曲线趋势与增长股票的投资表现两者之间的联系。

然而，关于增长投资的最有趣的证据为那些达到各自指标的活跃货币

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

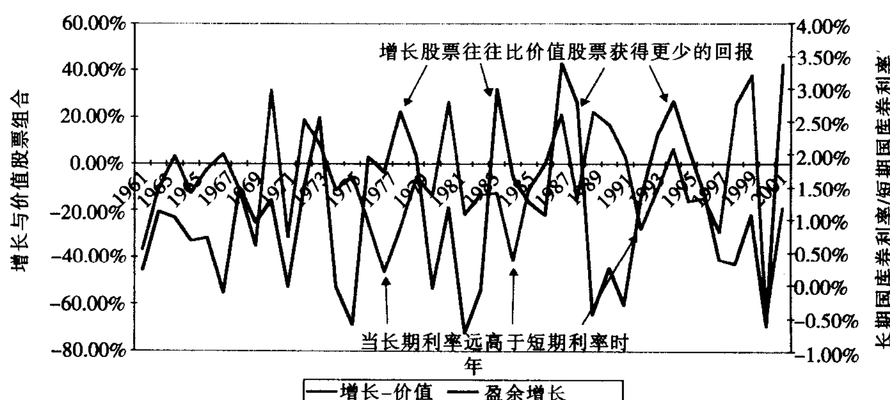


图 7-3 增长及价值股票的产出曲线的相对表现

注：数据来源于 Fama/French。图里显示了最高市盈率股票（增长股票）与最低市盈率股票（价值股票）的年利润的差额以及长期与短期利率之间的差额。

管理者们所占的比例。当以他们的预期指标来衡量时，相对于价值投资的投资者达到其价值指标，那些活跃增长的投资者似乎能更频繁地完成其增长指标要求。在 1995 年发表的一篇关于共同基金的文章里，Burt Malkiel 为这一现象提供了额外的证据。他说，在 1981 年和 1995 年间，平均活跃管理的价值基金表现以仅有的每年 16 个基本点优于平均活跃管理的增长基金，而价值指数以每年 47 个基本点的优势优于增长指数。他把 32 个基本点的差额加进活跃增长管理者相比于价值管理者的贡献毛利里。

合理价格增长 (GARP) 的策略

许多增长投资者会为买进高市盈率股票而辩解。他们认为，其任务就是要买进增长被低估了的高增长股票。为了找出这些股票，他们运用了一些策略，这些策略同时包含有对预期增长及股票的现行价格的分析。在这一节里，你会对这些策略的其中两点内容进行考查：买进那些市盈率低于预期增长的股票，或是买进低比率以获得增长的股票（这叫市盈率与增长比率 PEG ratio）。

市盈率低于增长率。其中最简单的合理价格增长的策略为，买进以低于预期增长率的市盈率成交的股票。因此，市盈率为 12 而预期增长率为 8%的股票将会被看作是过高估价，然而市盈率为 40 而预期增长率为 50%的股票会被看作是过低估价。该策略显然是比较简单的，不过，由于以下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些原因，这种策略亦存在着一定的危险。

- 利率影响：增长能创造未来收益，而增长的价值则是以现值来表现的。换言之，预期的未来收益将会被评估其价值的投资者折现为现值。任何给定的增长率在利率低的时候（现值会比较高）所创造的价值都会大于利率高的时候。因此，你会发现一支在利率为 7%时市盈率为 40 且预期增长率为 50%的股票，在当利率跌至 5%时其市盈率为 60，但它的增长却维持不变。所以，运用该策略的组合管理者在利率高时不仅会发现更多吸引人的股票而且还会从新兴市场（那里的利率往往比较高）也发掘出不少的股票。

为了阐明利率对于市盈率和增长两者关系的影响，其最好的方法是，查看以长期国库券利率为变量的以低于其预期增长率作为的市盈率进行交易的企业百分比率。在 1981 年，当长期国库券利率达到 12%时，有超过 65%的企业以低于它们预期增长率的市盈率交易。在 1991 年利率跌至约 8%时，以低于它们预期增长率的市盈率交易的企业百分比率也跌到大约 45%。在 20 世纪 90 年代末，由于长期国库券利率跌到 5%，以低于预期增长率的市盈率交易的企业百分比率也跌到大约 25%。

- 增长率评估：当这一策略被很大一部分股票使用时，你别无他选只能运用其他的增长率评估。在某些例子里，数据服务机构会为投资者提供所有分析家对一家企业所作的增长率评估。这时，你不得不对不同分析家关于增长评估结果的差异以及其可比性产生怀疑。假设这些评估的增长率最多是 5 年期的，你可能会由于仅着眼于 5 年期比率而使得那些有着更长期预期增长的企业的优势被忽视了。

同样很有可能出现的是，在低利率的情况下，能通过筛选的股票并不多，而且到头来你可能会发现并没有多少企业可供选择进行投资。

市盈率与增长比率。另一种似乎能提供较仅对比市盈率和预期增长率更有弹性的选择方法是，考察市盈率和预期增长的比率。该比率叫做市盈率与增长比率，它被分析家和组合管理者们广泛运用。

市盈率与增长比率的定义。市盈率与增长比率的定义为，市盈率除以每股收益的预期增长率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$市盈率与增长比率=\frac{市盈率}{预期增长率}$$

比如，一家市盈率为 40，且增长率为 50%的企业，估计其市盈率与增长比率为 0.80。一些分析家认为，只有市盈率与增长比率低于 1 的股票是值得投资的，不过这一策略与那个比较市盈率和预期增长率的策略差别不大。

该评估中用到的增长率，指的是每股收益的增长率。在给定的许多市盈率的定义中，哪一个才应被用来估算市盈率与增长比率呢？该答案取决于计算预期增长率所采用的基本因素成分。若每股收益的预期增长率是基于最近年度的收益（现行收益）算出的，应采用的市盈率为现行市盈率。若是基于滞后盈余 (Trailing Earnings) 算得，那么所用市盈率应为滞后市盈率。在此估算时，通常都不应选用远期收益率（Forward Earnings），因为这可能会导致对增长的双次计算。由于是基于同一基调而建立的，市盈率与增长比率应用对样本里所有企业都以同样的增长估算方式计算。比如，你不应该对某些企业采用 5 年期比率计算，而对其他企业则选用一年期的增长率。为了确保统一，可以对团体里的所有企业收益增长率的评估采用同一的信息来源。比方说，机构经纪人预测系统（IBES）以及芝加哥 Zacks 投资研究所这两家信息服务公司，都能为投资者提供分析家对大部分美国企业在下 5 个年度的每股收益增长的大致评估值。

*市盈率与增长比率的运用。*分析家们是如何运用市盈率与增长比率的呢？市盈率与增长比率低的股票被认为是廉价的，因为你对其增长付出的成本较少。人们把它当作用于比较不同预期增长率股票的“增长中立评估法（Growth-neutral Measure）”。在 1998 年的一项研究中，摩根士丹利 (Morgan Stanley) 发现买进市盈率与增长比率较低的股票这一策略能创造显著高于标准普尔 500 指数可能获得的回报。他们通过查看1986 年 1 月~1998 年 3 月期间美国和加拿大交易所里每年的 1 000 家最大型的股票，并将它们根据市盈率与增长比率而分成 10 组。他们发现在此期间市盈率与增长比率最低的 100 家股票获得了 18.7%的年回报，这比市场 16.8%的回报率要高出许多。这其中并没有提及到风险的调整，对此摩根士丹利认为该回报的差额要大于任何风险调整所得出的结果。

这一研究在后期进行了改进，它根据 1991~2001 年间的市盈率与增长比率在每年年底建立了 5 组投资组合并对这些组合在下一年度的回报进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析，从而检测了该策略在这期间可能获得的表现。图 7–4 归纳了 1991~1996 年间和 1997~2001 年间不同市盈率与增长比率等级下的企业平均年回报。

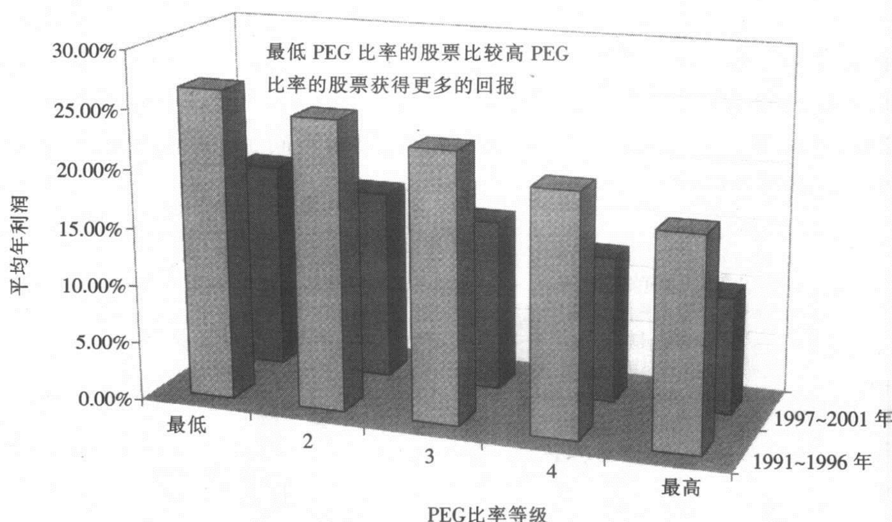


图 7–4 PEG 比率与年度利润

注：数据来自于 Value Line。这里股票根据每年年初的 PEG 比率（市盈率除以下 5 个年度的盈余预期增长率）进行了分类。

对于投资市盈率与增长比率较低的股票这一策略，在进行风险调整之前且在相同期间内，其可能产生的平均回报会比市盈率与增长比率较高的投资组合高出 3%。然而，在你决定采用该策略前，相关分析还发现市盈率与增长比率低的股票的风险值，平均来说，比市盈率与增长比率高的股票要高出 20%。事实上，若对这些组合的平均回报进行风险的调整，其所获得的超额回报则会不复存在。

数据的处理

跨市场间的增长率有着怎样的区别以及什么才是高的增长率呢？为了回答这些问题，你将需要对整个市场进行考察并分析过去的收益增长以及未来预期收益增长率。对此，你可能会进一步问到，市场价格是如何增长的呢？只要根据对不同预期增长率企业的市盈率的进行比较就能回答这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题。

跨市场

对于一个像美国这样大且多元化的市场来说，毫无疑问，不同企业的收益增长存在着较大的差异。不管你是查看过去收益增长（历史增长）或是查看预期未来增长，这种情况确实存在。在图 7–5 里，你可以看到在 2002 年关于过去和未来的每股收益增长在美国不同企业间的收益增长的分布情况。

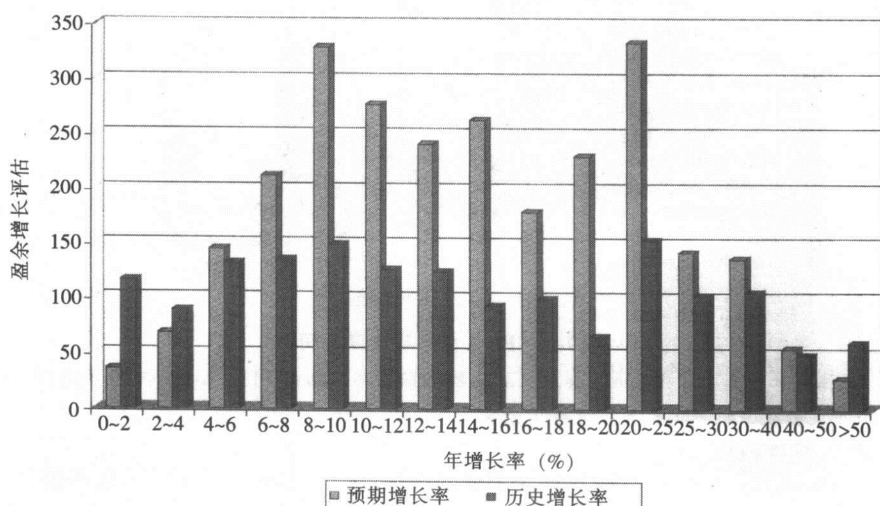


图 7–5 盈余增长：过去与未来

注：数据来自于 Value Line。这里的过去盈余增长是过去 5 年的每股盈余增长。预期盈余增长是分析家的预测值。

预期收益增长率是由机构经纪人预测系统（IBES）提供的，它是一家公布分析家预测及反映企业在接下来 5 年的预计每股收益的年增长率数据的服务公司。市场的预计收益增长率的中位数约为 15%，而有些企业的预计增长率则超过了 50%。过去增长率指的是自 1997~2001 年的每股收益增长，该增长率的市场中位数约为 12%。市场里存在有很大一部分企业，对于这些企业你无法计算出其中一个或多个的增长率。比方说，你无法获得那些没被分析家们追踪分析的企业的预计增长率；还有那些流动性较差的较小型企业尤其容易受该问题的影响。同样的，你也无法估算每股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益为负值的或是那些上市不够 5 年的企业的历史增长率。

这些增长率确实会由于经济和市场的改变而随着时间改变。在 20 世纪 90 年代末经济高速增长的时期，收益增长率在所有不同市场范围里都呈上涨状态，而科技股票的上涨是最为突出的。在下 5 个年度里每年的预期收益增长为 25%的股票也许在这个时期里并不算是高增长股票。而在 2003 年初，在经历了 3 年经济停滞且在更为缓和的金融市场里，一支在下 5 个年度里每年的预期收益增长为 15%的股票就会被归入高增长股票之列。

增长的价值

关于美国各企业间收益增长的差异在上一节里已作了阐述，然而，市场对这些差异的价值是如何评估的呢？即使你接受了对于任何给定的现行收益水平、较高增长的企业有着较高价格的这种传统认知，你仍须思考这样一个问题：那较高的价格倒底是多高呢？为了回答这一问题，我们根据下 5 个年度的预计收益增长而把这些公司分成 6 类；然后对 2002 年初每一类企业的平均市盈率——现行的及滞后的——进行评估。其结果公布在图 7-6 里。由于高增长企业的市盈率显著高于低增长企业，因而市场显然会确认其收益增长的价值。

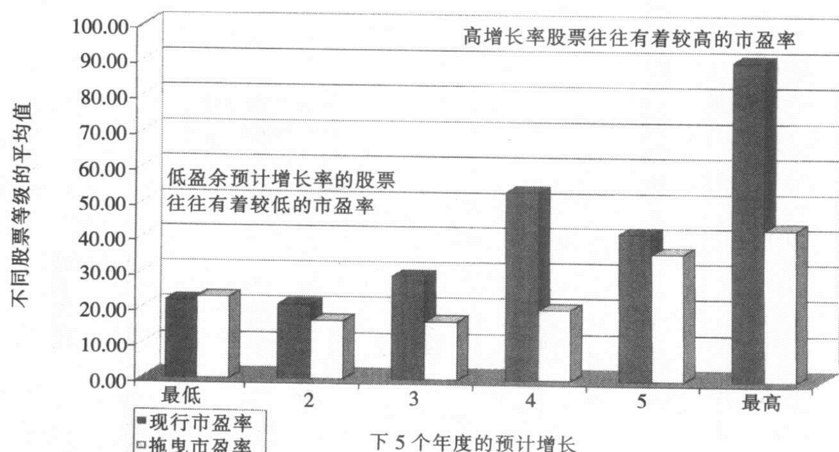


图 7-6　市盈率及预计增长：2002 年 10 月的美国股票

注：数据来自于 Value Line。这里指的是分析家预测的下 5 个年度的每股盈余的预计增长率。市盈率是现行市盈率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么这些定价的差异具有一定的重要性呢？若你采用了买入高收益增长企业股票这一策略，你很可能会为购入这些股票支付非常高的市盈率。即使收益增长确实实现了，但因为它的较高定价，作为投资者你将无法确定是否能提前离市。

正如在上一节所提到的，你可以查看那些以相对其预期增值率较低的市盈率交易的公司。这些市盈率与增长比率可以被看作是“以合理价格增长”。在图 7–7 里，展示了在图 7–6 里用来分析市盈率的那 6 个不同增长分类的平均市盈率与增长比率。与市盈率不同，较高增长的企业并不具有较高的市盈率与增长比率。事实上，市盈率与增长比率往往会随着预期增长的增加越来越低而不是越来越高。这是因为企业的价格并不随着增长的增加而成比例地增加。当增长率从 10%翻倍到 20%时，市盈率也许会增加但却不是翻倍增长。然而，市盈率与增长比率的这种偏差恰恰在最低增长的股票里才表现得最为明显。要注意的是，其市盈率与增长比率相对于最高增长企业有着高于两倍的差距。

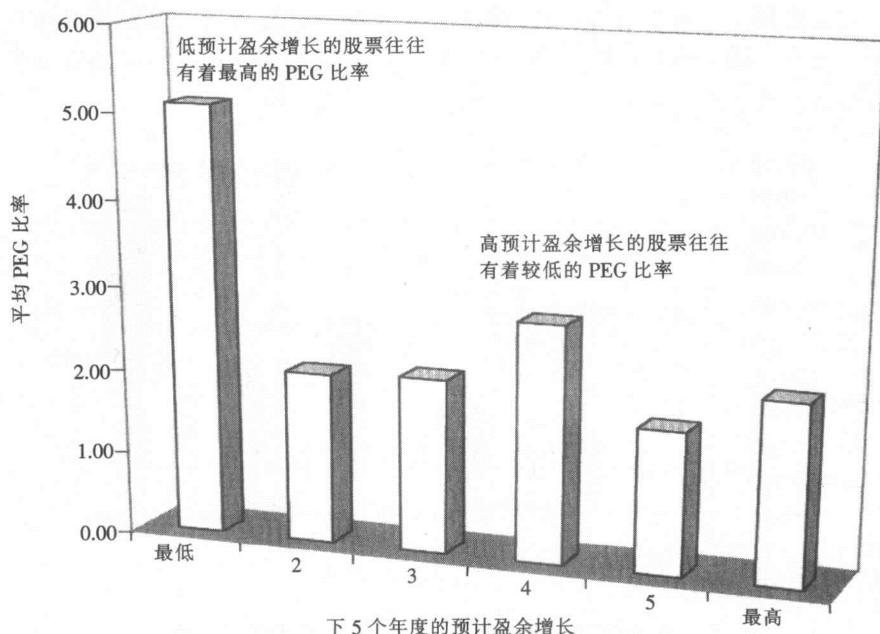


图 7–7 不同增长等级的 PEG 比率

注：数据来自于 Value Line。这里股票根据下 5 个年度的预计盈余增长而分成了 5 个等级，并显示了每个等级的公司平均 PEG 比率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高增长投资组合

图 7–6 已表示得很清晰了，高收益增长企业的投资组合可能会使你面临付费过高的危险。为了避免这一点，我们根据下面两项条件建立一个高增长企业的组合：

- 在下 5 个年度的每股收益的预期增长必须高于 15%：这会剔除那些产生负收益的企业以及那些没被分析家们追踪分析的企业。
- 市盈率与增长比率必须低于 0.5：通过收紧市盈率与增长比率的限制，将会减少为股票支付过高的可能性。

在表 7–1 里列出了最终符合要求的 98 家企业组合。该组合里公司的多元化程度令人吃惊，其中包含了来自 31 种不同行业。不过，对于这一组合，其关键问题是，它是否存在什么需要考虑的潜在问题。

故事的背后

在增长投资策略里，有三种潜在的问题。第一，要找出那些未来时期的收益增长较高的企业会比较困难。不管是企业的过去增长或是分析家对增长的估测似乎已成为对于预期收益增长的可靠预测。第二个问题在本章开始已有所提及：假若增长是由项目投资的较低回报而产生的，那么这种增长可能会对价值造成亏损。第三，你通常会发现，高增长企业也会面临较高的风险，增长的优势也许会正好被高风险的出现而消化掉。

识别增长企业

当你想要确定企业的未来收益增长是高或低，你一般会查看过去的收益增长或是分析家对该企业的未来收益增长的估算。而不幸的是，这两种评估方法都有其各自的局限性。

过去和未来的收益增长

过去增长率能作为未来增长的一个可靠的指标吗？其实不然。过去增长率虽然有利于预测未来的增长，但也存在着两方面问题：

- 过去的增长率是极度不稳定的数据，并不是未来增长的可靠指标。对于在 1960 年之前的 10 年里美国企业的收益增长的一项检

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7-1 低 PEG 比率的高增长公司：2002 年 10 月的美国股票

公司名称	股票代码	行业	公司名称	股票代码	行业
Optical Communication Prods	OCPI	通信设备	AmeriCredit Corp	ACF	金融
Petroleum Geo ADR	PGO	油田	ClearOne Communications Inc	CLRO	通信设备
Mail-Well Inc	MWL	办公	TTM Technologies Inc	TTMI	电子
Carrizo Oil&Gas	CRZO	石油生产	First Cash Inc	FCFS	金融
SRI/Surgical Express Inc	STRC	医疗	Wet Seal ‘A’	WTSLA	零售
Houston Expl Co	THX	石油生产	Flowserve Corp	FLS	机器
Comtech Telecomm	CMTL	通信设备	Charlotte Russe Holding Inc	CHIC	零售
United Rentals	URI	机器	Newpark Resources	NR	油田
Ryland Group	RYL	房屋建造	QLT Inc	QLT.TO	药品
HEALTHSOUTH Corp	HRC	医疗	Sunrise Asst.Living	SRZ	医疗
Brigham Exploration Co	BEXP	石油生产	Smart & Final	SMF	杂货
Skechers U.S.A	SKX	制鞋	CryoLife Inc	CRY	医疗
Rkockford Corporation	ROFO	电子	ECtel Limited	ECTX	通信服务
Metro One Telecom	MTON	工业	Gulfmark Offshore	GMRK	航海
Centex Corp	CTX	房屋建造	Ace Cash Express Inc	AACE	金融
Acclaim Entertainment	AKLM	娱乐	Hanover Compressor	HC	油田
Nash Finch Co	NAFC	食品批发	Steelcloud Co	SCLD	电脑
Tweeter Home	TWTR	零售	Grey Wolf Inc	GW	油田
Quaker Fabric	QFAB	纺织品	MEDAMICUS INC	MEDM	医疗
Radiologix Inc	RGX	医疗	AsiaInfo Holdings Inc	ASIA	互联网
Gadzooks Inc	GADZ	零售	Amedisys Inc	AMED	医疗
D & K Healthcare Resources	DKWD	药店	Sanchez Computer Assoc	SCAI	软件
MSC.Software	MNS	软件	TRC Cos	TRR	环境
Lennar Corp	LEN	房屋建造	Administaff Inc	ASF	人力资源

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	股票代码	行业	公司名称	股票代码	行业
Entegris Inc	ENTG	半导体	Nautilus Group Inc	NLS	零售
Varian Semiconductor Equip	VSEA	半导体	Performance Tech Inc	PTIX	通信服务
TTI Team Telecom Intl	TTIL	电话	Advent Software Inc	ADVS	软件
Seitel Inc	SEI	信息服务	Rubio's Restaurants Inc	RUBO	餐馆
XETA Corp	XETA	通信设备	U.S.Energy Sys Inc	USEY	电力（东）
Global Power Equipment Group	GEG	机器	NVIDIA Corp	NVDA	半导体
Norstan Inc	NRRD	通信设备	Superior Energy Svcs	SPN	油田
Innotrac Corp	INOC	工业服务	Famous Dave's of America	DAVE	餐馆
Orthodontic Centers	OCA	医疗服务	First Horizon Pharmaceutical	FHRX	药品
Shaw Group	SGR	金属加工	Integra LifeSciences Corp	IART	医疗
Sportsman Guide Inc	SGDE	零售	Culp Inc	CFI	纺织品
Green Mountain Pwr	GMP	电力（东）	Fischer Imaging Corp	FIMGE	医疗
NVR Inc	NVR	房屋建造	Sierra Pacific Res.	SRP	电力（西）
Microsemi Corporation	MSCC	电子	Edge Petroleum	EPEX	石油生产
Universal Electronics	UEIC	电子	Tripos Inc	TRPS	软件
Micromuse Inc	MUSE	软件	National-Oilwell Inc	NOI	油田
Sonic Automotive	SAH	零售	University of Phoenix Online	UOPX	教育
Somera Communications Inc	SMRA	通信设备	PAREXEL Int'l	PRXL	药品
Ohio Casualty	OCAS	财险	Century Casinos Inc	CNTY	旅馆
Meridian Resource Corp	TMR	石油	Cholestech Corp.	CTEC	医疗
LTX Corp	LTXX	仪表	Lam Research	LRCX	半导体设备
Fleming Cos	FLM	食品批发	Warrantech Corp.	WTEC	工业服务
EXFO Electro-Optical Engr	EXFO	通信服务	McDermott Int'l	MDR	多元化
Atlantic Coast Airlines	ACAI	空运	DaVita Inc.	DVA	医疗服务
Mobile Mini Inc	MINI	金属加工	Labor Ready Inc	LRW	人力资源

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

测里，利特尔（Little）定义了“杂乱无章的增长”（“Higgledy Piggledy Growth”）这一术语，因为他发现几乎没有任何的证据能证明在某一时期快速增长的企业必定会持续在下一个时期继续快速增长。在检测不同长度的连续时间段之间收益增长率的相关联系这一过程里，他常常发现两个不同时段的增长率之间存在着负相关性，而这两个时段里的平均相关系数接近为零（0.02）。若过去的收益增长并不能作为许多企业未来增长的一项可靠指标，那么对于较小型企业，它就更加不可靠了。较小型企业的增长率往往比市场其他企业的增长率更不稳定。美国企业在连续时间段（5年、3年及1年）之间收益增长率的相关性，根据市场价值进行了分类，并显示在图7–8里。

一年期的增长率的相关系数往往高过3年期或5年期的收益增长率，而对于较小型企业，其相关系数比市场其他企业要低一些。这说明了，在

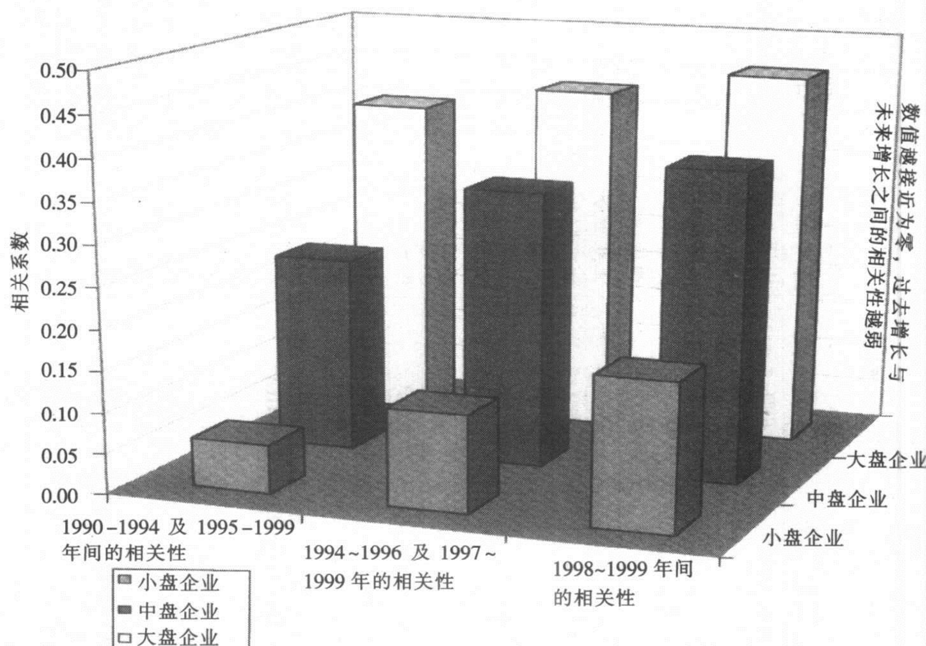


图 7–8 盈余增长与市价总值的相关性

注：数据来自于 Compustat。这里计算了持续时期盈余的相关性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运用过去的收益增长作为这些企业的未来增长预测时，必须要更为谨慎。

- 第二方面问题是，企业的收益增长趋向于向市场平均值回归。换言之，那些增长迅速的企业会看到其增长率向着市场平均值下滑，而低于市场平均增长的企业会发现它们的增长率在增加。Dreman and Lufkin 对这种趋势进行了记录，他们跟踪研究了那些在建立了投资组合后 5 年里有着最高和最低收益增长等级的企业。在投资组合刚建立的那年，最高收益增长率企业的平均增长率比最低收益增长率企业的平均值高出 20%，而在 5 年后，两者的差异已近似为零。

若过去的收益增长不是未来收益增长的可靠指标，那什么才是呢？一个可行的替代指标是运用分析家对增长的预测，这将在下一节进行分析，但是该指标只能对那些分析家追踪研究的企业才可以选择使用。另一个指标是，利用过去的收入增长而不是收益增长来作为增长的衡量指标。总体来说，收入增长趋于比收益增长更为持续且更具可预知性。这是因为会计的选择对收入的影响要远小于其对收益的影响。图 7–9 比较了美国企业的

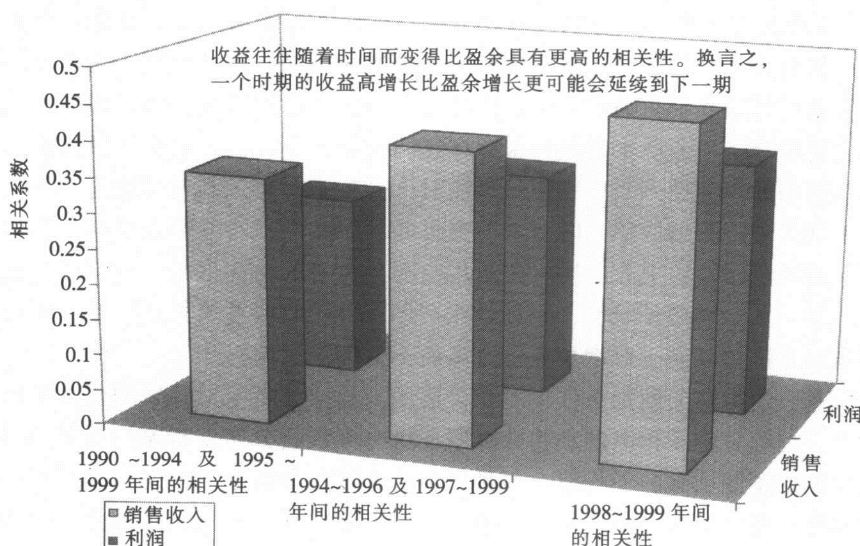


图 7–9 收益和盈余的相关性

注：数据来自于 Compustat。这里仅对那些有着足够盈余及收益的历史数据的企业进行了计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入增长和收益增长在 1 年期、3 年期和 5 年期的相关系数。

收入增长一向对时间的相关性比对收益增长的相关性更强。这暗示了，在预测未来增长时，收入的历史增长远比收益的历史增长更为有用。

我们来分析一下在上一节所建立的关于高增长企业的组合。该组合是根据分析家对收益增长的预测而建立的，因此你会考虑到一个附加的检测条件。若你认可了过去有着高收入增长的企业更有可能保持未来的收益增长这个看法，你会对该组合进行甄别以剔除那些过去有着较低收入增长的企业。若选用在过去 5 年期间收入增长为 10%作为限制，你将会从原来 98 家企业的组合里再剔除掉 24 家。

*分析家对增长的估算。*价值最根本地是由未来增长而不是过去增长所驱动的。因此，投资预期收益增长较高的企业将会获得较好的回报这似乎是很合理的。这里，你确实会面对一个应用上的问题。在一个像美国这样大的市场里，你是无法对市场里的每家企业做出预期增长率的估算的。对此，你必须依赖于分析家们对预期增长的估算。这些信息现在对大部分的投资者来说是可以免费获取的，从而使你可以买进高预期收益增长率的股票。但是，这样的一个投资策略会产生出超额回报吗?

让我们来考虑一下你需要些什么才会使该策略获得成功。首先，分析家必须对长期收益增长作出的预测十分精通。第二，市场价格不应该已经对企业增长造成了影响或造成索价过高。若影响已经造成，那么你的高增长企业组合将不会产生超额回报。在这两种情况下，已有的事实证据否定了该策略的获利性。当事关增长预测时，分析家趋于过高估算增长，而这一错误在进行长期的预测时是最为突出的。事实上，有些研究反映，当涉及长期增长时，历史收益增长的运用会与分析家的估算值相一致或是更优于后者。关于对增长定价，尤其是在市场有着较高收益增长的时期，市场历来一直都更倾向于对增长定价过高而不是定价过低。

有一个潜在的甄别条件你可能会运用来捕获分析家对预期增长的不确定性。追踪分析家预测的那些数据服务机构不仅会公布分析家们对某一指定企业的预测增长的平均值，而且还会公布这些分析家之间的意见不统一的程度。顺理成章的是，那些分析家对于未来增长分析不认可的企业，相比于那些有着高度一致分析的企业来说，前者的平均增长率的可靠性会远低于后者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

屏蔽风险

并不是所有的增长股票都具有风险，但是增长股票确实比成熟公司的股票往往更不稳定且有着更高的风险。这并不让人感到奇怪，由于你投资的是人们对增长公司的未来期望，然而你对成熟公司的分析则是基于它已实施了的投资行为。一条对于投资者来说比较实用的结论认为，高增长公司的投资组合会令他们处于非常严峻的风险之中。

当你分析上一节所建立的高增长企业组合是如何打败市场其他企业而被选中时，你会发现高增长和稳定企业之间的差异。图 7-10 表现了在两种风险评估下——股票价格的标准方差以及过去 3 年的贝塔系数——这两组公司的表现差异。

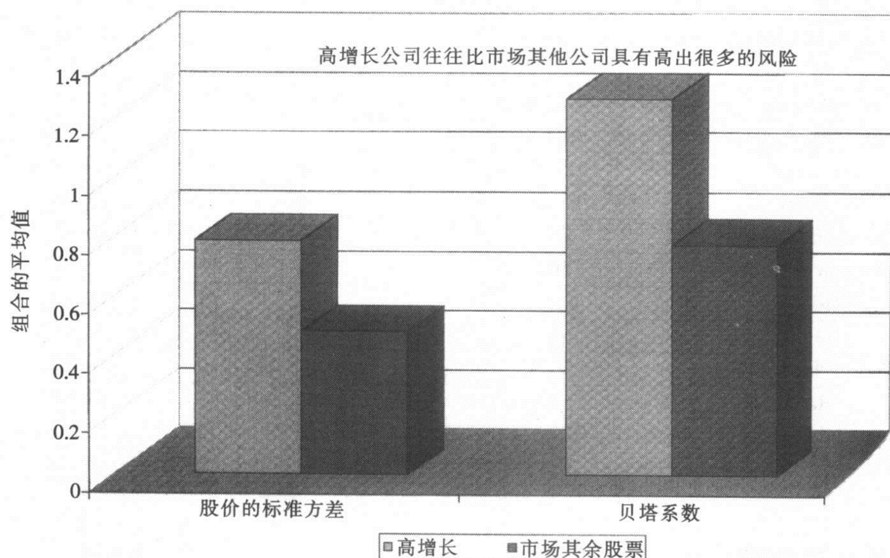


图 7-10 风险差异：高增长与市场其余股票

注：数据来自于 Value Line。这里计算了组合里与市场其余股票的 3 年回报的贝塔系数及标准方差。

高增长企业在两种风险评估下都表现出更高的风险性。它们的股票价格往往更为不稳定并且他们具有显著较高的贝塔系数。

你可以对高增长组合进行筛选以剔除那些面临过高风险的公司。若你剔除那些股价标准方差超过 80%或是贝塔系数大于 1.25 的企业，这 74 家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（符合过去 5 年期间收入增长超过 10%这一甄别条件的）企业组合会被你削减至 23 家。表 7-2 列出了这 23 家企业。

表 7-2 过去收益增长和风险甄别

公司名称	股票代码	行 业	贝塔系数	标准方差	增长收益
Sierra Pacific Res	SRP	电力（西）	0.61	47.99	13.00%
Ryland Group	RYL	房屋建造	0.93	45.4	13.50%
TRC Cos	TRR	环境	1.15	61.85	14.00%
Centex Corp	CTX	房屋建造	1.01	42.05	14.00%
Newpark Resources	NR	油田	0.73	54.37	14.50%
Gulfmark Offshore	GMRK	航海	0.95	65.34	15.50%
Mail-Well Inc	MWL	办公	1.44	70.75	16.50%
SRI/Surgical Express Inc	STRC	医疗	-0.15	57.92	17.50%
Comtech Telecomm.	CMTL	通信设备	0.96	72.59	18.50%
D & K Healthcare Resources	DKWD	药店	1.16	79.37	19.00%
Wet Seal ‘A’	WTSLA	零售	1.03	78.87	19.50%
Gadzooks Inc	GADZ	零售	0.81	65.15	19.50%
Ace Cash Express Inc	AACE	金融	0.32	35.22	21.00%
Lennar Corp	LEN	房屋建造	0.71	38.1	24.50%
Shaw Group	SGR	金属加工	1.44	69.2	25.00%
Meridian Resource Corp	TMR	石油	0.94	70.82	25.50%
Houston Expl Co	THX	石油生产	0.62	48.53	27.00%
Cholestech Corp	CTEC	医疗	1	75.77	29.00%
NVR Inc	NVR	房屋建造	0.59	49.11	34.00%
DaVita Inc	DVA	医疗	0.78	70.12	34.00%
Labor Ready Inc	LRW	人力资源	-1.65	62.62	41.50%
QLT Inc	QLT.TO	药品	1.21	72.38	52.50%
Famous Dave’s of America	DAVE	餐馆	1.14	61.3	54.00

低品质的增长

回顾一下，若增长是由那些回报低于股本成本的资产投资而获得的，那么较高的增长有时候会损坏价值而不是创造价值。谨慎的投资者应该不仅仅考虑预期增长的水平而且还会考虑到该增长的质量。

对于增长质量的最简单的评估是衡量股本回报与股本成本之间的差额。若其他方面都保持一致，你可以认为，获得较高股本回报的企业会比产生较低股本回报的企业具有更高品质的增长。在图 7-11 里，对在最近年度高增长组合中企业获得的平均股本回报与市场其余企业获得的平均股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

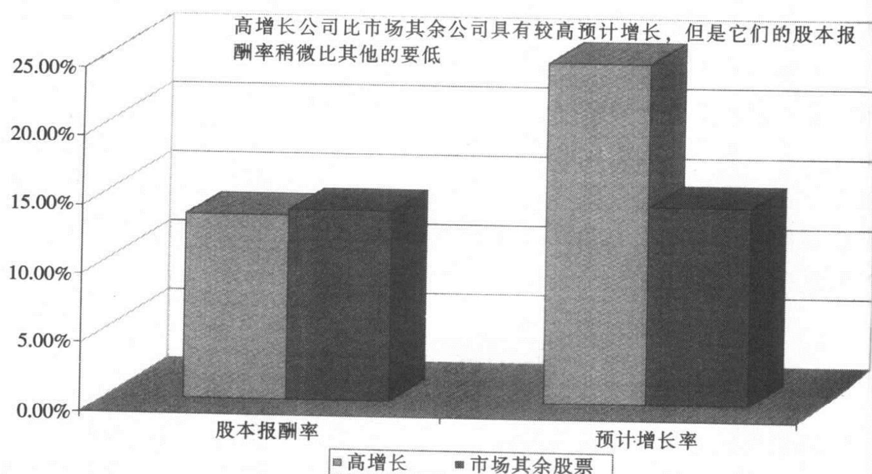


图 7–11 增长的质量：高增长与市场其余股票

注：数据来自于 Compustat。这里的下 5 个年度的每股盈余的预计增长率是分析家预测值，而股本报酬率是净收入除以股本的账面值。

表 7–3 通过了收益增长、风险及增长质量甄别的股票

公司名称	股票代码	ROE	预计增长率	现行市盈率	5年销售增长	3年贝塔系数	3年标准方差
Ryland Group	RYL	27.93%	15.50%	7.21	13.5	0.93	45.4
Centex Corp	CTX	18.65%	17.00%	7.02	14	1.01	42.05
TRC Cos	TRR	14.03%	25.00%	12.37	14	1.15	61.85
Gulfmark Offshore	GMRK	20.39%	25.00%	7.09	15.5	0.95	65.34
D&K Healthcare Resources	DKWD	10.81%	18.43%	5.86	19	1.16	79.37
Ace Cash Express Inc	AACE	15.28%	25.00%	8.31	21	0.32	35.22
Lennar Corp	LEN	26.96%	18.50%	8.54	24.5	0.71	38.1
Shaw Group	SGR	14.42%	20.00%	8.90	25	1.44	69.2
Houston Expl Co	THX	12.33%	15.00%	7.49	27	0.62	48.53
Cholestech Corp	CTEC	15.53%	40.00%	14.52	29	1	75.77
DaVita Inc	DVA	21.74%	52.00%	15.90	34	0.78	70.12

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本回报两者之间进行了对比。

平均起来，高增长企业的股本回报略低于市场其余的企业，对于它们预期增长率的显著优势来说，这个结果是让人惊讶的。这说明了，高增长组合里存在着一些有着较低股本回报或是负值回报的企业。若你增加一项条件，要求高增长组合里的企业须要获得至少10%的股本回报才可以算作是良好的投资，那么在表7-2里所列出的23家企业将会再次被削减至表7-3里所列出的12家。

投资者的教训

完全根据过去的收益增长或分析家的增长预计而去投资较高增长企业的这一策略，可能会是非常危险的，这里面有多方面的原因。你将需要对该组合进行筛选以确定：你并没有因增长而支付过高金额、企业的这种增长将会持续保持下去、企业所面临的风险并不过分以及该增长的质量是过硬的。为了达到这些目的，我们将所有美国公司根据以下条件进行筛选：

- 增长甄别：只有那些在未来5个年度的预计收益增长率大于15%的企业会被选入该投资组合。这一限制会剔除那些没被分析家追踪分析的较小型企业，然而预计的未来增长率这一数值对于仅以过去收益增长作依据的投资策略来说是过于苛刻了。
- 定价甄别：只有那些市盈率低于预期收益增长（市盈率与增长比率低于1）的企业会被选入该投资组合。这相对于本章较早前使用的那个标准来说并不算非常严苛，在这里它遵循了一个广为使用的定价标准（比如，以低于预期增长率成交的股票是被估价过低了）。
- 增长的可持续性：对于可持续性并没有简单的检测方法，而似乎有证据显示过去有着高收入增长的企业看上去更能在未来保持这一增长。从而，只有那些过去5年内的每年收入增长超过10%的企业会被列入考虑范围之内。
- 风险暴露：为了使组合的风险维持在合理水平之下，只有那些贝塔系数低于1.25，且股价的标准方差低于80%的企业会被列入考虑范围之内。
- 高质量的增长：只有那些在最近财务年度股本回报超过15%的企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业会被考虑进最后的组合里。这比最后一节所采用的标准要更为严格，但是高质量的增长对于该策略的最终成功来说是个非常重要的因素。

本章末的附表列出了在2003年1月通过了上面所有这些筛选限制的27家企业组合。

结　论

每一个投资者都梦想着买入一支年轻增长的股票并通过其增长而获得巨额的回报。我们并不否认增长可以为企业增加价值，但是较高增长能转化为较高价值这并非永远都成立。只有当该增长是由那些能获得高股本回报的资本投资而产生时，公司的价值才会随着预期增长的增加而上涨。

甚至于，假设一家企业的增长预期能创造价值，但若市场已对其增长定价过高，那么它的股票也并不一定会是个合适的投资对象。换言之，假如你对其支付过高价格或是若其实际增长并不符合你的高预期值，那么就算是增长最快的企业也可能会是个糟糕的投资对象。投资增长的成功要素在于，以合理的价格买入高增长企业。事实上，一个谨慎的增长型股票投资者不仅会考虑预期增长数值，而且还会考虑到这一增长率的可持续性——高增长率存在着一个随着时间向正常水平靠拢的趋势——以及考虑到这一增长的质量。由于增长企业往往有较高的风险，你还需要在设计你的投资组合时进行风险的控制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

章末附表：

公司名称	股票代码	股价	现行市盈	贝塔系数	3年标准方差	预计每股市盈	普通股的回报	5年销售增长
AutoZone Inc	AZO	70.65	15.1	0.95	39.43	18	62.12	24.5
Barr Labs	BRL	65.09	16.6	0.95	46.9	19	31.55	20.5
Bio-Rad Labs “A”	BIO	38.7	13.58	0.85	52.12	25.5	15.56	12
Biovail Corp	BVF	26.41	13.34	1.35	54.86	23.5	17.13	46.5
Block (H&R)	HRB	40.2	13.01	1.1	33.48	15.5	31.72	24
Cardinal Health	CAH	59.19	18.5	0.9	28.13	19	18.98	12
Catalina Marketing	POS	18.5	15.68	1.05	39.32	16	24.27	25
CEC Entertainment	CEC	30.7	11.9	0.85	40.47	16	18.96	13
Centex Corp	CTX	50.2	6.04	1.2	41.03	17	18.05	14
Darden Restaurants	DRI	20.45	13.91	0.8	40.93	16	20.92	11
DaVita Inc	DVA	24.67	12.21	0.95	69.9	59.5	19.47	34
Enzon Inc	ENZN	16.72	13.38	1.75	62.27	41	19.28	15
Express Scripts “A”	ESRX	48.04	16.57	1.05	58.35	26.5	15.03	57
GTECH Holdings	GTK	27.86	11.1	0.85	39.63	18	41.81	11
Harrah’s Entertain	HET	39.6	12.65	1.05	32.54	19	17.13	15
Health Mgmt.Assoc	HMA	17.9	16.27	0.95	44.11	17.5	15.55	22
Lennar Corp	LEN	51.6	6.44	1.3	38.39	18.5	25.18	24.5
Lincare Holdings	LNCR	31.62	16.47	0.75	50.33	21.5	19.6	21.5
Lowe’s Cos	LOW	37.5	19.95	1.25	40.22	22	15.33	17.5
Manitowoc Co	MTW	25.5	11.18	1.2	44.52	15.5	18.52	22
NVR Inc	NVR	326.5	8.55	1.2	46.76	21	67.82	34
Oxford Health Plans	OHP	36.45	9.8	1.25	42.81	19	63.38	13
Ryland Group	RYL	33.35	5.21	1.35	45.55	15.5	24.24	13.5
Sonic Corp	SONC	20.49	16.01	0.8	31.72	18	20.67	19
United Health Group	UNH	83.5	17.77	0.75	25.52	23.5	23.46	30
Universal Health Sv. “B”	UHS	45.1	15.34	0.75	41.17	19	16.21	19
Wellpoint Health Ntwks	WLP	71.16	14.67	0.8	29.66	21.5	19.44	30.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 8 章 最糟糕的还在后头：逆向投资的故事

最不理性的投资者

杰克是个孤僻的人，他对人性不存在任何的信仰。他确信世上所有其他人都是失去理性的，而且这种不理性情况还在日益加重，他觉得羊群行为已经成为了一种规则而不是例外。当他读到一家蓝筹企业由于公布的收益未能达到市场预期，而使股价在收益公布之后自其 52 周的最高值 45 美元下跌至 8 美元。他对自己说，这支股票已不可能再继续下跌了。毕竟，这家企业有着约 50 年的历史而且还一度被当作是市场的领头羊。他致电他哥并以 8 美元的价格购入了 1 000 股，他相信该股票一定会反弹而这不过是个时间问题而已。此后的几个星期，他再次查看其价格，该股票跌至 5 美元，此时他又再追进了 1 000 股，这次他的信心更充足了，他确信该股票的反弹快要出现了。两个月后，该股票下滑至 2 美元，没有丝毫的怀疑，杰克再次购入 1 000 股并期待着他的回报。在 4 天后，该公司做出宣告称其首席执行官已提出辞呈且该股票也已被摘牌终止上市。对于杰克来说惟一不用再担心的就是，股价已跌到了零点，它终于不会也无法再继续跌下去了。

这则故事的寓意是：群众的判断更多时候都是正确而不是错误的。

猜测一支股票何时跌至其最低点是华尔街里谈论非常多的话题，而且它还是投资策略里通常会使用的依据。逆向投资者们通常愿意买进一支已持续下跌但期望其反弹的股票。他们的信念是，一支已经由最高点下跌了 80%至 90%的股票对于投资者来说应该是个非常廉价的股票。在这一章里，你会探讨该策略的支持论点及其潜在的任何限制。正如你将会看到的， 底部钓鱼法可能会为你带来利益收入，但是它也可以是非常危险的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而只有那些有勇气接受逆转或情况恶化的投资者才会在这种策略上获得成功。

故事的核心内容

逆向操作因其特性会以各式各样的方式出现。有些会根据投资者的心理去作出判断，而有些则会依赖他们自身的直觉本能。他们都一致认为，那些近期下跌最多的股票通常会是最好的投资对象。关于逆向投资者所用的论据过分单纯化的这一风险，需要留意以下两点：

- 黎明前总是黑暗的。买进股票的最好时机，并不是放出利好消息的时候而是在大量利空信息推使价格下滑从而使股价变得相当低廉之后。这一股票推销故事是以下面这一假设为前提的，即一般投资者趋向于对信息反应过度——不管是利好或是利空消息——而且较不容易受情绪影响的投资者（也许是你和我，作为逆向投资者）会利用这种不合理的过度反应以求获利。这一故事通常对于那些对人类理性没有多少信心的投资者来说非常有效果，至少是在理论上会被他们所接受。这关于投资者过度反应的假设纯粹是源于那被广泛认可的观点，即普通大众都是受情感所驱使并且容易受同伴压力影响而举棋不定，从而做出不理性的行为。这种观点在金融市场里因定期出现的价格泡沫——自从 17 世纪的“南海泡沫事件”（South Sea Bubble）到 20 世纪 90 年代的网站公司泡沫而被强化。
- 较低价格股票，是相对比较廉价的。在逆向投资的故事里还存在另一个较为合理的要点。那些已经下跌很多的股票通常交易价格比较低，而在一些投资者心里会觉得较低价格的股票相对于较高定价的股票要便宜很多。因此，一支由 30 美元跌到 3 美元的股票在许多投资者看来是绝对的便宜货，而那些面值在 1 美元以下的股票则是绝对廉价的。当然，这其中存在一定的危险，那就是这些股票的价值（对比其价格）也许会在同一时期从 35 美元下挫至 1 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理论根据：逆向投资的故事

为了理解逆向投资的推动点，你首先需要确定价格与信息之间的联系。若一家企业公布了一些最新信息，它的股价毫无疑问会产生波动，但是其波动的幅度会是多少而且怎样才会造成过度的波动呢？这一节首先会从回答这些问题开始分析。然后会考虑另一种观点，那就是价格是不可预知的并且是随机浮动的；这会与市场对新消息反应过度这一看法产生矛盾。最后本节会对逆向投资的心理支撑点作出分析。换言之，从人性来考量，到底是什么导致过度反应的最初出现呢？

信息和价格

任何关于市场是否对新信息产生过度反应的争论都必须从价格和信息之间的关系讨论开始。毕竟，在任何市场里，新信息会导致股价的波动；没有预见到的利好消息通常会抬高股价，而未预见的利空消息则会导致价格的下滑。若市场在其假设上产生错误，那么该价格会与其应具有的真实价格出现差异。

若你根据资产的价格对其真实价值的偏离程度来定义市场有效性，那么偏差越小且越不持久，其市场有效性越高。市场有效性并不要求市场价格在任何时刻都等于真实价值。它所要求的只是市场价格里的错误是无偏向性，也就是说，只要这些偏差是随机性的，那其价格可以是高于或低于其真实价值。当对价值的任何变量——现金流量、增长率或是风险——造成影响的新信息在市场传开时，一项资产的价值会因而发生变化。在一个有效的市场里，资产的价格会瞬时地且通常会正确地对这些新信息作出调整。图 8-1 显示了这些未能预见的利好消息对于有效市场里的股票价格所造成的冲击。

重点是，导致价格增长的本质原因并不是利好消息，而是未能预见的利好消息。换言之，如果投资者预期它将公布的收益增长为 30%，而这家企业公布的数据仅为 20%，那么它也许会看到自己的股价出现下滑，相反的，若投资者预期的收益是下降 20%，而事实上企业公布其收益下降为 10%，那么它可能会发现自己的股价出现上涨。

如果投资者关于这些信息对价值的冲击的评估比较慢，那么这种相应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的调整也会比较缓慢。在图 8-2 里，展示了一项资产的价格对于利好消息的缓慢调整的过程。你观察到的在信息到达后产生的股票价格的逐渐增长（价格漂移）表示了这是个认知缓慢的市场。

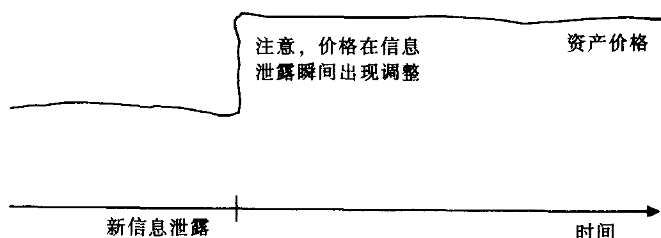


图 8-1 在效率市场里的价格调整

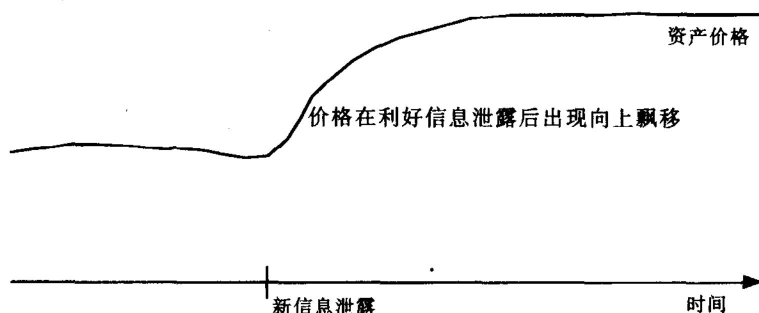


图 8-2 认知缓慢的市场

相比之下，某些市场可能会对新信息作出瞬时的调整，但是却过分估计这些消息对价值所带来的影响。然后，假如是利好消息对价值造成影响，那么资产的价格增长会高于其应有幅度，或是对于利空消息，其下降幅度也比其应有的幅度要大。图 8-3 显示了在初始反应后价格向反方向的漂移。

逆向投资者就是要买进这全世界都不看好的股票。他们相信投资者更趋于反应过高而不是过低，而那价格朝一个方向的大幅浮动必会伴随着向另一方向的回落。因此，他们怀着这样的信念，那就是你应该买进那些已经被市场打进低谷的股票，因为这些股票的价格很可能会在未来得到回升。

随机漫步的世界

在过去 40 年里，学术界人士一直认为基于市场过度反应这一假设的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

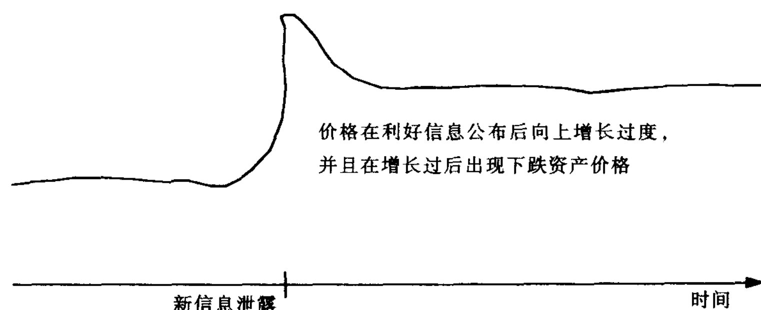


图 8–3 反应过度的市场

投资策略是注定会失败的，因为市场价格是“随机漫步”的。事实上，畅销的股票投资书籍《漫步华尔街》（A Random Walk Down Wall Street）的作者伯顿·麦基尔（Burton Malkiel）在他的书里以最具说服力的方式对该论点进行了阐述。

为了理解随机漫步这一说法，你首先要假设投资者在任何时期对资产价值的评估是以其未来的预期为依据的，并且，根据在该时期投资者所获得的信息，我们假设这些未来的预期是不存在偏见且是理性的。在这些前提下，资产的价格仅随其相关新发布的信息所影响而发生变化。若在任一时期的市场价格是对价格的无偏见的估测，那么接下来所发布的关于该资产的新消息会是利好或利空的可能性应该是一样的。因此，下一次的价格变动会是正面的或负面的可能性是均等的。这表示，每一次价格的变动都不受前一次变动的影响，而且知道一项资产的历史价格也不会对其未来价格变动的预测有任何正面的帮助。图 8–4 归纳了这些假设。

随机漫步并不是变魔术，它需要具备两个先决条件。首先，投资者根据当时所掌握的全部信息而对未来进行的预测必须是理性的并且是不存在任何偏见的。若预期值一直都被定得过低或过高——换言之，投资者要么是过度乐观或过度悲观——那么信息会是利好或利空的可能性将不再持平，而价格将不再遵循随机漫步规则。其次，价格变动是由新的信息导致的。若投资者仅通过交易，甚至是在信息缺乏的情况下就能导致价格的变动，那么价格的变动就不是随机漫步，而会被人以同样的方式所操纵。

逆向投资者的基本原则

为何市场会对新信息产生过度的反应呢？若这种情况一直持续出现，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

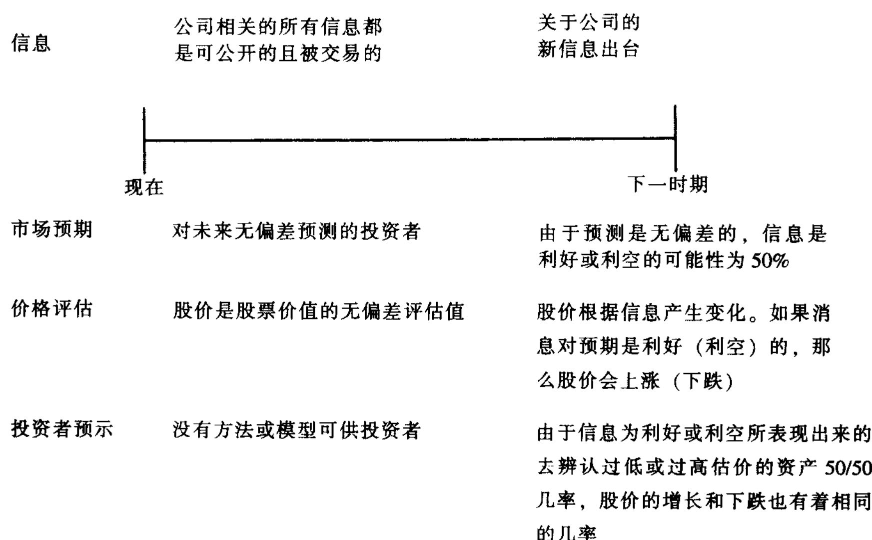


图 8–4 在合理市场里信息及价格的变化

那这一现象定已根植在人们的心里。研究人类行为学的学者提出了 3 个常见的理由：

- 对最新信息的过分重视：实践心理学的研究者们提出，人们在面对新信息并因而修改其原来观点时会趋向于对近期信息过分关注而对前期的信息则考虑不足。因此，一家公布了现行阶段较差收益的企业会因此遭受过分严重的损失，尽管它总体基本面看起来还不错。
- 恐慌：其他研究者们则认为，少部分的投资者在面临新信息公布时会趋于恐慌，而吸入市场其余股票。
- 缺乏处理复杂信息的能力：这一观点的拥护者认为，尽管市场对简单信息（例如，收益等减少）所造成的影响能做出合理的评估，它们却不善于评估复杂信息（一次重要的重组）所带来的冲击。在后面这种情况下，市场也许会因为它们缺乏良好处理这些信息的能力而对信息作出过度反应。

若市场反应过度，在其随之而来的价格向一个方向的大幅度漂移之后，必然会接着出现价格向另一个方向的大幅度移动。另外，其初始反应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越极端，那后续的调整也会越显著。若市场反应过度，那么通向成功之路就变得十分明朗了。在其他投资者对前景最为看淡且卖出股票的时候你就买进，而在其他投资者对前景最为乐观且买进股票的时候你就选择卖出。若你对于市场过度反应的假设是正确的，那么你应该会因而在市场随时间回归合理时获得利润。

查看证据

关于市场对新信息是反应过度或是遵循着随机漂移定理的两种观点的争论将无法通过理论上的争辩而获得解决。双方都是各自坚持自己的观点并且似乎不会轻易受对方的辩驳而动摇。然而，你可凭实践证据来分析到底哪个假设更为合理。在这一节，你会看到与该问题相关两组的研究。第一组检测了在某个时期的价格变动是否与前一时期价格变动有关系，并间接回答了市场是否会随时间而逆转这一问题。第二组研究则尝试通过检测投资那些在最近一段时期下跌最多的股票是否是一个值得采用的策略从而直接对该问题进行解答。

序列相关性

如果今天股票大涨，那这能告诉你明天的状况会是怎样呢？对于这一点，存在着三种不同的看法。第一种，是今日的动量会带到明天而每天很可能也会上升而不是下跌。第二种看法，是若投资者把股票脱手那么将必然获得一定的利润，这是显而易见的，而由于这造成的回落会使得明天的股价很可能下跌。第三种看法是，每一天都是新一天的开始，有着新的信息和新的担忧，而且今天所发生的状况并不会涉及到明天将会发生的事情。

在统计上，序列相关性衡量了在持续时期里价格变动的关系，不管是每小时、每日或每周，而且它评估的是在任一时期里的价格变动有多大程度是取决于其上一时期的价格变动。序列相关系数为零，将意味着在持续时期里的价格变动在各时期之间不存在相关性，并因而可用它来否定投资者凭过去的变动推断未来的价格变动这一假设。假如序列相关系数为正值且是有效的统计数值，那么它会被看作是市场价格动量的证据，并且暗示着若前一时期的回报是正值（或负值）则其在这一时期的回报也很可能会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是正值（或负值）。假如序列相关系数为负值且是有效的统计数值，那么它会被看作是价格逆转的证据，而且它将与市场一致，市场里的正回报很可能会产生负的回报值，反之亦然。换言之，它会与本章所描述的逆向投资策略相一致。

从投资策略的角度来看，投资者有时可以利用序列相关性来获取超额回报。一个正的序列相关系数可以被这样一个投资策略所选用，那就是在股价走高之后买进而在股价下挫之后卖出。一个负的序列相关系数则会建议选用在股价下挫之后买进而在股价上涨之后卖出的策略。由于这些策略会产生交易费用，则该相关性必须要足够明显，使得其产生的利润能弥补投资者的这些费用。因此，对于大部分投资者来说，回报的序列相关性并不能产生任何超额回报，这是完全有可能的。

最早期关于序列相关性的研究都是以美国大型企业股票进行分析，并断定股价的序列相关性很小。最初在 1965 年的一项研究发现，在 Dow 上市的 30 支股票中有 8 家的序列相关性为负值，而且其他绝大部分股票的序列相关性都接近为零。另一项研究则证实，不仅仅是对于美国的小型股票，而且在其他市场也是一样有着非常低的相关性的，正值或负值。虽然这些相关性可能不为零，然而在进行了交易费用的调整后，要令短期回报能产生超额回报的足够大的相关性是不太可能存在的。

大部分关于价格行为的早期分析都集中在较短回报间隔上，而在近几年里人们更为关注的是长时期（6 个月至 5 年）的价格变动。这里，出现了一个有趣的二分结论。当长期是以月计而不时按年计算时，结果似乎往往出现正的序列相关性，而那些在过去 6 个月里一直下跌的股票往往会保持继续下跌。动量效应就如欧洲市场一般强劲，尽管它在新兴市场里会显得较为疲弱。是什么促成这种动量的呢？一个可能的解释为，共同基金很可能会买进过去盈利的股票并抛弃过去的输家，从而产生价格动量（价格动能）。因此，若考虑的是从几天到几个月这样较短时间范围时，你会发现并没有任何证据能支持逆向投资策略的盈利性。

然而，当长期投资是以年为计算单位时，就明显存在关于回报的负相关性，它暗示着市场会在较长的一段时期里自行逆转。法玛（Fama）与弗兰奇（French）对自 1941~1985 年这 5 年的股票回报以及对这一现象的当前证据进行了分析。他们发现 5 年回报的序列相关性比 1 年回报的更为消极，而且较小型股票远比较大型股票的序列相关性更消极。图 8-5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

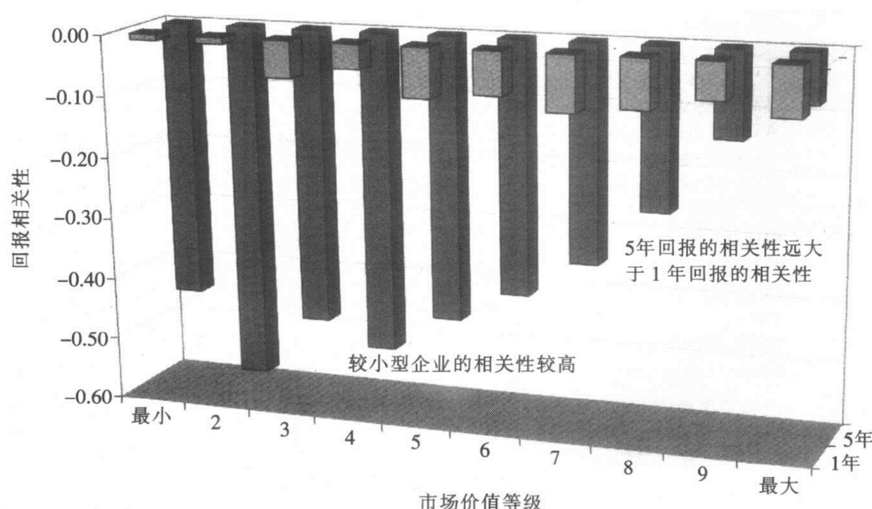


图 8–5 1 年及 5 年的相关性：市场价值等级，1941~1985 年

注：数据来自于 Fama/French。这显示的是每个市场价值等级企业的持续期间平均相关性。

总结了纽约证券交易所的股票根据不同规模等级分类的 1 年及 5 年的序列相关性。

对于最小规模的股票，存在有力的证据显示，长期的正值回报会产生长期的负值回报，反之亦然。这一现象同样在另一个市场进行了检验，并得出相似的结论。证据证明了股票会在很长一段时期自行逆转。

逆向投资的要点是什么呢？首先且最重要的一点是，你必须是一位长线投资者，只有这样逆向投资才有可能会为你带来利益。其次，以总市值计量时，逆向投资对于较小型企业比大型企业更有可能获得成功。

亏损股票

买进在最近几年间下跌最多的股票这一策略会有怎样的表现呢？为了分离出价格逆转对这两种极端组合的影响，一项研究专门建立了一个在 1933 年至 1978 年间前一年度上涨最多的 35 支股票组成的赢家投资组合以及其间前一年度下跌最多的 35 支股票组成的输家投资组合，并对这两个组合建立后的 60 个月里的回报进行估测。图 8–6 中画出了赢家及输家投资组合的回报曲线图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

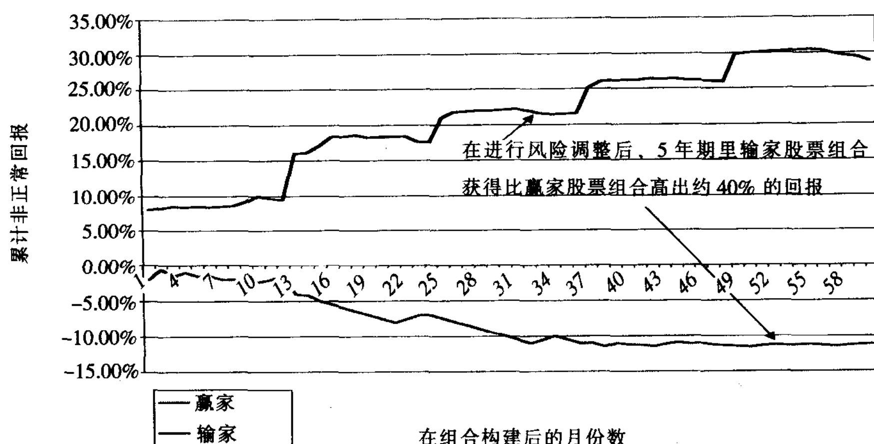


图 8-6 累计的非正常回报：赢家与输家

注：数据来自于 DeBondt & Thaler 的一项研究。这里的组合代表的是 35 家最佳表现的股票（赢家股票）和 35 家最差表现的股票（输家股票）；回报代表的是这两个组合在下 60 个月里的累计利润。

该分析表明，买进前一年度最大 35 支输家股票并持股 5 年的投资者会获得一个超额回报约为 30%的累计投资回报，而买进赢家投资组合的投资者获得的相应回报为 40%。

这一证据与市场过度反应的结论相一致，并且表明了买入在过去 1 年或几年里掉价最多的股票这一简单投资策略可能会在较长的时期产生超额的回报。由于这策略完全依赖于过去的价格，你可能会认为这个策略——作为长期逆向指标——比价值投资更有吸引力。

许多学术界人士和实践从业者认为，这些发现也许十分有趣，但是它们过分强调了输家投资组合的可能回报，其原因有以下几点：

- 有证据显示，输家投资组合更可能包含有那些产生较高交易费用的低价股票（买价低于 5 美元），并且也更可能出现严重倾斜的回报，即超额回报是来源于少数一些产生异常回报的股票而不是那些表现稳定的股票。
- 研究也似乎发现，每回 12 月所建立的输家投资组合要比每回 6 月所建立的投资组合获得更显著的较高回报。这表示，在该策略与投资者的避税亏本沽售之间存在了互动关系。下跌最多的股票可能会在每税务年度末（对大部分个体来说通常为 12 月）被投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖出，所以它们的股价也许会因避税亏本沽售而被压低。

- 当涉及到差量回报（Differential Return）时，企业的规模似乎存在着一定的影响。当你对企业的规模不做调解时，输家股票会比赢家股票表现更为出色，但是，当你将这些输家和赢家们与可比的市场价值进行匹配时，则只有在一月份才会出现输家股票表现好于赢家股票这种情况。
- 最后一点则与时间范围有关。就像在序列相关性这一节里提到过的，既然有证据显示在较长时期（3~5 年）也许会存在价格逆转，那么，若考虑较短的时期（6 个月至 1 年），则同样存在有支持价格动量——亏损股票更可能会持续亏损而盈利股票则可能保持盈利——的证据。较早前提到的一项关于价格动量的分析，通过追踪观察赢家投资组合及输家投资组合在所持股月份里的差异，从而确定时间范围对亏损股票策略有多重要。其分析结果总结在图 8-7 里。

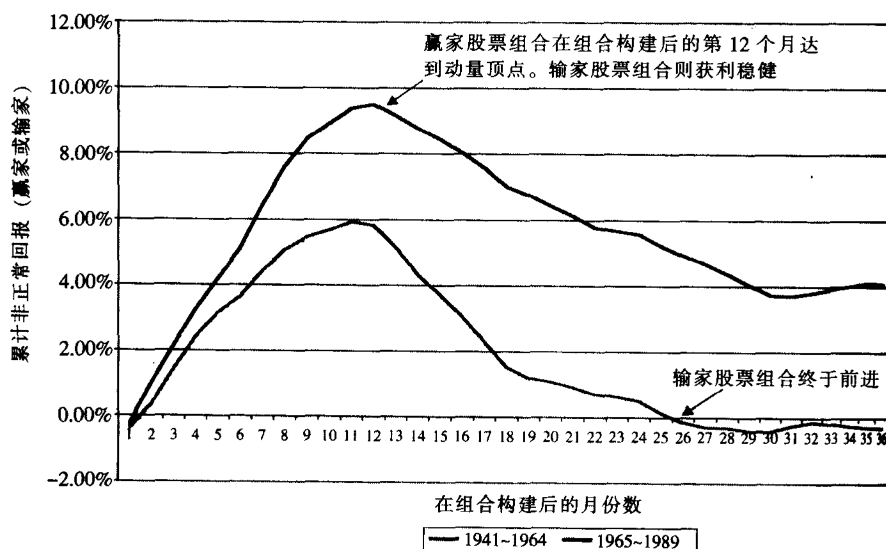


图 8-7 不同回报：赢家与输家组合

注：数据来自于 Jegadeesh & Titman 的一项研究。这里追踪了各个时期逐月的赢家及输家组合之间的回报累计差额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这个曲线图里，有两个有趣的发现。第一，在组合建立后的首 12 个月里，赢家投资组合确实表现得比输家组合优秀。第二，虽然 12 个月后输家股票已开始向赢家股票逼近，但要真正赶上它们却花了从 1941~1964 年间共 28 个月的时间，而即使在 1965~1989 年这 36 个月的时间段里，输家组合的表现仍未能开始超越赢家组合。买入亏损企业的回报很大程度上是取决于你是否能够长时期地持有这些股票。

数据的处理

一支股票要下跌多少才能被归类为“输家股票”呢？基于你查看市场的时期不同，这问题的答案也有着很大的差异。在一个股价上涨的时期里，股价下跌 40%也许会被认为是“输家”。然而，在整个市场都下跌 15%或 20%的时期，80%或更多的下跌可能会导致股票跌至谷底。在这一节里，你会查看到不同市场里股票的回报分布以及不同行业间的回报显著差异。

跨市场

为了要识别处在任一时期市场里表现最差的那些股票，你必须做两个判断。首先是与你将用于计算回报的时期长度有关。2001 年的最糟表现并不一定就是最近 6 个月或最近 5 年里的最糟表现。第二个影响你选择的因素是你对市场的定义。标准普尔 500 指数的最糟表现也许会与你在查看美国所有股票的最糟表现时所得出的名单一点都不靠边。在图 8-8 里所显示的是在 4 个不同时期里美国所有上市股票的年率化回报的分布情况：2002 年 1~10 月（9 个月）、2001 年 10 月~2002 年 10 月（1 年）、1999 年 10 月~2002 年 10 月（3 年）以及 1997 年 10 月~2002 年 10 月（5 年）。

请注意，在每个时期里的整体股票市场的回报为负值，而当你查看较短时期（9 个月、1 年）时会发现这一趋势更为突显，因为市场在这些较短时间段里表现得相当糟糕。

另一有趣的地方是，一些股票产生的负回报的大小程度。它应经受股票风险的考验，有些股票在 9 个月里亏损价值的 90%或更多（在 2001 年 10 月~2002 年 10 月间，有约 200 支股票出现了这种情况）。那些有着负回报的股票的数目因较长时期而大幅度下跌，其中一个原因是那些价值的亏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

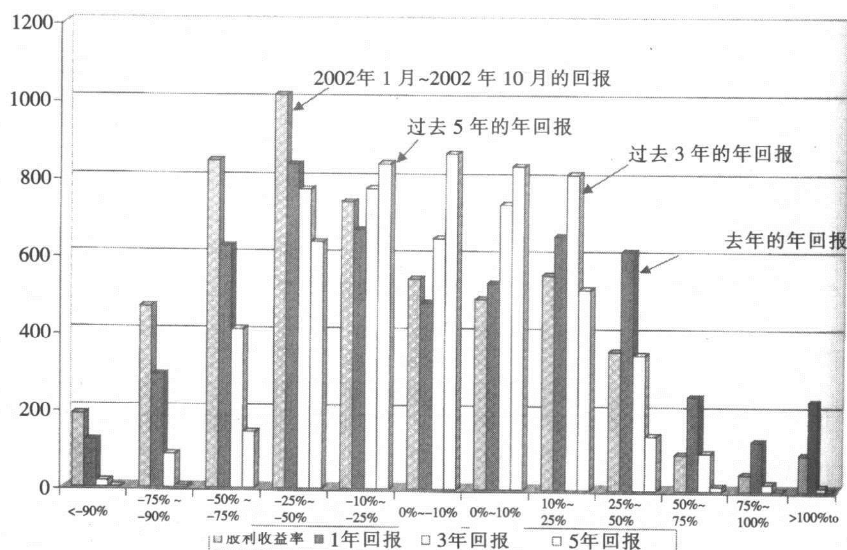


图 8–8 历史回报的分布

注：数据来自于 Value Line。这里显示了符合每个年回报等级的股票数目。

损年年超过 90%的股票通常会破产。

行业影响

随着市场的上下波动，整个行业可能会较市场更多或更少地上下浮动。这有时是因为经营基本面的原因——个别行业可能会比整个经济环境表现得更好或是更差——以及有时是因为投资者的心理因素所影响；请谨记 20 世纪 90 年代末对新经济企业的抢购及 2001 年初的舍弃。这有什么意义呢？若你的策略是买进在某一时期下跌最多的股票而其中一些行业的表现远差于其他行业，那么你的投资组合，不管是较好或是较差，会因那些行业股票的比例过重而失衡。

而对于个别股票是属于最好或最差行业的判断，取决于你所分析回报的时期。在表 8–1 里列出了那些在 2001 年 10 月~2002 年 10 月这 12 个月期间表现得最好及最差的行业。

表现最好的行业是贵金属行业，它受到了在该时期黄金价格的增长的支持。10 家最优及最差表现的行业，其之间的对比是惊人的，最优表现的行业全都表现出 20%的较高回报，而最差表现的行业则在同一时期下降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-1 最优或最差表现的行业板块：2001 年 10 月~2002 年 10 月

行业名称	一年回报	行业名称	一年回报
家居产品	22.86	电力	-73.07
娱乐	23.79	无线网络	-48.25
汽车部件	25.35	有线电视	-45.51
储蓄银行	25.79	通信设备	-40.62
卡车/运输租赁	26.26	半导体	-40.24
房屋建造	28.91	药品	-35.47
旅馆/游戏	29.96	通信服务	-32.55
家具	35.37	电子商务	-28.67
零售建筑供应	37.13	生物技术	-26.25
贵金属	157.10	电力设备	-23.01

超过 20%。

若你将这一时期延至从 1997 年 10 月~2002 年 10 月之间的 5 年期间，表现最差的行业是科技和电信，这些行业在 5 年里每年的平均亏损超过 18%。值得注意的是，这些行业在 20 世纪 90 年代市场暴涨时期都属于高飞行业之列，而且若你考虑到前 5 年时期你将发现它们毫无疑问会被归类为顶级行业。表 8-2 列出了自 1997 年 10 月~2002 年 10 月的最优及最差表现的行业。

假如你是个逆向投资者，并构建了一个 2002 年 10 月的输家股票投资组合，你将不会对科技股和电讯股的上榜感到惊讶。

表 8-2 最优或最差表现的行业板块：1997 年 10 月~2002 年 10 月

行业名称	5年回报	行业名称	5年回报
加拿大能源	3.82	无线网络	-27.44
银行（加拿大）	4.59	互联网	-22.47
储蓄银行	4.64	通信服务	-22.30
银行	4.78	通信设备	-22.03
银行（中西部）	5.27	电脑及外设	-21.30
电力（东部）	6.64	煤	-20.91
医药服务	7.05	钢（综合）	-19.63
烟草	7.27	电脑软件及服务	-19.51
零售建筑供应	8.29	半导体	-19.38
水力	15.05	医疗信息系统	-18.30

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

输家股票投资组合

要建立一个输家股票的投资组合，你首先需要选择一个估算回报的时期。尽管你可能会选择估算较长时期的回报，然而大部分的实证研究都是以一年期的回报为依据的。与此对应，在 2001 年 10 月~2002 年 10 月间美国表现最差的 300 支股票被选列出来。通过关于本策略潜在问题的事先查看，其中有 166 支股票是以低于 1 美元的价格成交。鉴于买卖这些股票的交易费用应该会比较高，所以只有 134 支成交价高于 1 美元的股票被包括在这个组合里；表 8-3 对这些股票作出了归纳。正如所料，那些在表 8-2 里被列为表现最差的行业在这个投资组合占有过重的比例。

故事的更多分析

如果持有时期较长，输家股票似乎会获得高于平均值的回报，然而这个投资策略却存在着明显的危险。首先是，组合里的低价股票的增殖会给投资者造成高额的交易费用。其次是，输家股票可能会面临更高的风险，不仅是以价格变动的方式而且还以较高的财务杠杆——输家股票往往具有较高的负债比率——的方式表现出来。最后是，负回报的出现通常都有其原因的。若这个原因不是固定的，不管是因为较差的管理或是市场份额的减少，那么也许将不存在任何使价格在未来有所增长的催化剂。

交易费用

关于投资输家股票策略的首先且可能是最重要的问题是，许多的输家股票都以较低的价格成交。但是买卖这些股票所花费的交易费用会比较高，其中至少有以下 3 个原因：

- 这些股票相对于股价，其买卖差价很大。因此，50 美分的买卖差价对于价格为 50 美元的股票只相当于其股价的 1%，但却是价格为 2.50 美元的股票的 20%。
- 佣金和其他固定交易费用同样会随着股价的下降而以投资百分比的形式上涨。若你买入每股价格为 2 美元的 10 000 股股票，那么对比与买入每股价格为 20 美元的 1 000 股股票，前者的经纪人手续费要明显高于后者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-3 输家股票（2001 年 10 月~2002 年 10 月）

公司名称	股票代码	公司名称	股票代码	公司名称	股票代码
VerticalNet Inc	VERT	Actuate Corporation	ACTU	Metris Cos	MXT
Nucentrix Broadband Networks	NCNX	Mail-Well Inc	MWL	Concurrent Computer	CCUR
Genzyme Molecular Oncology	GZMO	MIIX Group Inc	MHU	Medarex Inc	MEDX
Golf Trust of America	GTA	Harmonic Inc	HLIT	CuraGen Corp	CRGN
Bell Canada Intl	BCICF	EntreMed Inc	ENMD	Sprint PCS Group	PCS
Antenna TV S A	ANTV	Biomira Inc	BRA.TO	Nanometrics Inc	NANO
Beta Oil and Gas Inc	BETA	Broadwing Inc	BRW	ClearOne Communications Inc	CLRO
Data Systems & Software	DSSI	EMCORE Corp	EMKR	SmartForce ADR	SKLL
Biotime Inc	BTX	Optical Cable Corp	OCCF	CryoLife Inc	CRY
Nortel Networks	NT	SuperGen Inc	SUPG	Alcatel ADR	ALA
Childtime Learning Ctrs	CTIM	Global Thermoelectric Inc	GLE.TO	Stellent Inc	STEL
Digital Lightwave	DIGL	Corning Inc	GLW	Aquila Inc	ILA
Openwave Systems	OPWV	Beverly Enterprises	BEV	Providian Fin'1	PVN
Medwave Inc	MDWV	MIPS Technologies Inc	MIPS	Emisphere Tech Inc	EMIS
Tumbleweed Communications	TMWD	Artesyn Technologies Inc	ATSN	RSA Security	RSAS
Conexant Systems	CNXT	WHX Corp	WHX	ABIOMED Inc	ABMD
Cygnus Inc	CYGN	Rite Aid Corp	RAD	Powerwave Techn	PWAV
Vitesse Semiconductor	VTSS	Alpha Hospitality Corp	ALHY	ILEX Oncology	ILXO
Classica Group Inc	TCGI	Calpine Corp	CPN	HEALTHSOUTH Corp	HRC
3DO Co	THDO	Sanmina-SCI Corp	SANM	Championship Aurto Racing	MPH
Ventiv Health Inc	VTIV	Novadigm Inc	NVDM	Magnum Hunter Resources	MHR
AES Corp	AES	ANADIGICS Inc	ANAD	Biopure Corp	BPUR
ACT Teleconferencing	ACTT	Bioject Medical Tech	BJCT	Cell Therapeutic	CTIC
Corvas Intl Inc	CVAS	BroadVision Inc	BVSN	PerkinElmer Inc	PKI

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	股票代码	公司名称	股票代码	公司名称	股票代码
Student Advantage Inc	STAD	Aphton Corp	APHT	TriQuint Semic	TQNT
Amer.Tower "A"	AMT	Solectron Corp	SLR	AMR Corp	AMR
Atlas Air Inc	CGO	Iona Tech PLC ADR	IONA	Med-Design Corp	MEDC
Miller Exploration	MEXPD	Titan Pharm Inc	TTP	Administaff Inc	ASF
Williams Cos	WMB	Quantum Corporation	DSS	National Service Ind	NSI
KeyTronicEMS Co	KTCC	UAL Corp	UAL	PDI Inc	PDII
Sapient Corp	SAPE	Tesoro Petroleum	TSO	Fleming Cos	FLM
Electroglas Inc	EGLS	Zarlink Semiconductor Inc	ZL	DVI Inc.	DVI
CNET Networks	CNET	Pharmacyclics	PCYC	Cubist Pharm Inc	CBST
SatCon Technology	SATC	Globespan Virata Inc	GSPN	Microsemi Corp	MSCC
KANA Software Inc	KANA	Covansys Corp	CVNS	Amdocs Ltd	DOX
InterVoice Inc	INTV	Crown Castle Int'l	CCI	AmeriCredit Corp	ACF
Genome Therapeutics Inc	GENE	Starbase Corp	SBAS	Neose Technologies	NTEC
Hollywood Mediacorp	HOLL	Collins & Aikman Corp	CKC	Footstar Inc	FTS
Pegasus Communications	PGTV	Hemispherx Biopharma Inc	HEB	E1 Paso Corp	EP
Atmel Corp	ATML	Western Wireless "A"	WWCA	ImClone Systems	IMCL
DuraSwitch Inds Inc	DSWT	Quanta Services	PWR	Sepracor INC	SEPR
SIPEX Corp	SIPX	Kulicke & Soffa	KLIC	VeriSign Inc	VRSN
Elan Corp.ADR	ELN	Amkor Technology	AMKR	Allmerica Financial	AFC
Factory2-U Stores Inc	FTUS	Gemstar-TV Guide	GMSTE	EPCOS AG	EPC
Razorfish Inc	RAZF	CyberOptics	CYBE	Polycom Inc	PLCM
DMC Stratex Networks Inc	STXN	Lumenis Ltd	LUME	Genesis Microchip Inc	GNSS
SpectRx Inc	SPRX	Vical Inc	VICL	CSG Systems Int'l	CSGS
Dusa Pharmaceuticals	DUSA	PLX Technology Inc	PLXT	Electronic Data Sys	EDS
Visible Genetics Inc	VGIN	Commerce One Inc	CMRC	Power Corp	POW.TO

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

■ 随着股价的下跌，由于波动性及交易量的降低以及交易费用的进一步增加，金融机构投资者们往往会从中脱逃。

虽然表 8–3 里的股票组合限制了入选的股票必须是以高于 1 美元价格成交，组合的平均股价却仅为 3.36 美元，而市场其余股票的平均价格则超过 26 美元。另外，输家股票的市价总值为 3.88 亿美元，远低于市场其余股票 17 亿美元的市价总值。低股价以及市价总值较小，两者结合起来将会使你构建这一投资组合的交易成本增高。图 8–9 计算了低市价总值企业相对于市价总值高的企业的高额交易费用。

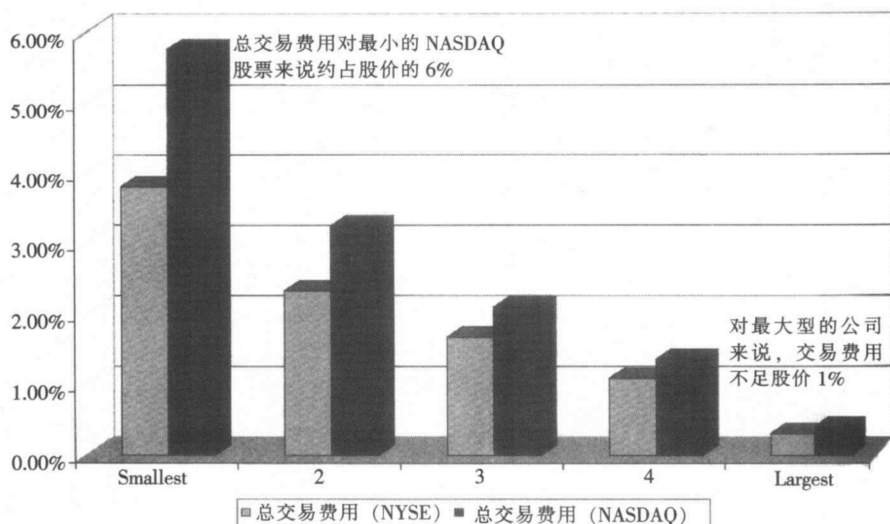


图 8–9 市场总值下的总交易费用

注：数据来自于 Kothare & Laux 的一项研究。这些费用包括了经纪人的佣金、价格冲击及买卖差价。

处于较低市价总值级别的企业，其总交易费用，包括买卖差价和佣金费用，将超过公司股价的 5%。若对于低价股票来说，该费用无疑会更高。

在该组合选择股票时最低股价应设定为多少呢？若你选择最低股价为 5 美元，那么原组合里 147 家企业仅有 26 家能符合该限制。如表 8–4 所列。

波动性及违约风险

在过去一年显著下跌的股票通常会比其他股票有着较高的风险。理由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-4 每股交易价格高于 5 美元的输家股票

公司名称	股票代码	行业	股价（美元）
DVI Inc	DVI	医疗服务	6.30
Power Corp	POW.TO	金融	36.85
Footstar Inc	FTS	零售	7.56
Electronic Data Sys	EDS	软件	13.72
National Service Ind	NSI	多元化	5.75
Fleming Cos	FLM	食品批发	6.14
Sepracor Inc	SEPR	药品	7.81
Neose Technologies	NTEC	生物技术	7.52
ImClone Systems	IMCL	药品	7.79
Allmerica Financial	AFC	财险	8.14
CSG Systems Int'l	CSGS	工业服务	11.39
El Paso Corp	EP	汽油	7.61
AMR Corp	AMR	空运	5.15
PDI Inc	PDII	工业服务	5.91
Administaff Inc	ASF	人力	5.42
PerkinElmer Inc	PKI	工业服务	5.00
EPCOS AG	EPC	电子	9.28
Polycom Inc	PLCM	通信设备	9.85
Amdocs Ltd	DOX	工业服务	6.93
Cubist Pharm Inc	CBST	药品	6.83
TriQuint Semic	TQNT	半导体	5.07
Genesis Microchip Inc	GNSS	电子	9.87
Microsemi Corporation	MSCC	电子	6.85
VeriSign Inc	VRSN	互联网	7.91
AmeriCredit Corp	ACF	金融	6.98
Med-Design Corp	MEDC	药品供应	5.23

之一是，价格较低的股票，其波动性较高。其二，股价的突然急剧下滑通常会加大财务杠杆及违约风险。

在图 8-10 里，你可以看到关于风险的 3 个指标——贝塔系数、股价的标准方差以及债务资本比率——对于输家投资组合的企业和市场其余企业的比较。

在所有 3 项指标里，而尤其是基于价格的指标（贝塔系数和标准方差），输家股票的风险远高于市场其余企业。你可以对那符合价格限制（5 美元或更高）的 26 支股票进行额外风险的筛选。事实上，若你限定股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

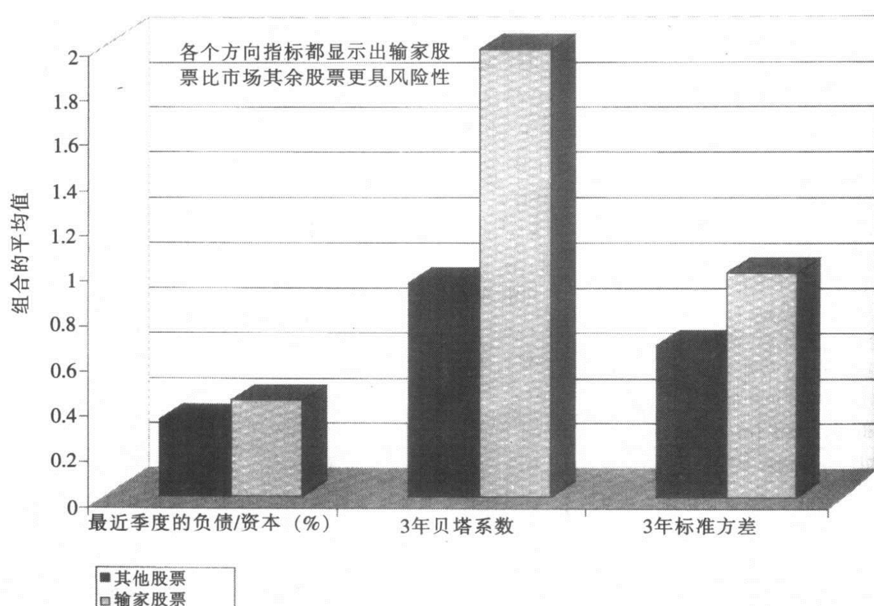


图 8–10　输家股票与市场其余股票：风险评估

注：数据来自于 Value Line。这里显示了输家股票及市场其余股票的过去 3 年的平均贝塔系数及标准方差以及账面负债与资本比率。

的年标准方差必须超过 80%（这将会剔除掉按指标排名前 25%的企业）、贝塔系数超过 1.25 且市场债务资本比率低于 80%，那么只有 3 家企业能通过这一筛选，如表 8–5 所列。

表 8–5　每股交易价格高于 5 美元且具有合理风险水平的输家股票

公司名称	股价（美元）	标准方差（美元）	贝塔系数（美元）	负债/资本（美元）
Power Corp.	36.85	50.07%	0.64	16.43%
Electronic Data Sys.	13.72	55.03%	1.24	41.81%
Footstar Inc.	7.56	50.53%	0.10	47.95%

当你加入低价限制和风险约束条件后所得出的组合股票数目戏剧性的减少，这表明，即使对于那些完全信服逆向投资理念的投资者来说，想要将输家股票策略用于实际投资也是比较困难的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

改进的催化剂

在买进输家股票时，最终且可能是最难考虑的因素是，那导致负回报的潜在原因是否已经采取了相应的补救办法。你也许无法查明组合里所考虑的每家企业的内部运作情况，然而你可以寻求一些相应的措施以增加成功的几率：

- 管理层的变动：例如，你可以查看企业的管理层最近是否出现了变动。按照推测，一个新的管理团队可能更倾向于承认并想要改正过去所犯的过错。
- 重组行为：你也可以看看企业最近进行的重组决定，包括改变产业结构的资产的分拆出售和资产收购。
- 积极投资者：困境企业的管理者们通常需要积极投资者带给他们压力；退休基金以及个人投资者们通常会担当了寻找企业麻烦从而推进企业改变的角色。企业里出现一个或多个这样的投资者，可被看作是一个好兆头。
- 幸存：要修正那些长期的结构性的问题，企业需要时间寻找盟友。若它们没有面临严重的财政危机威胁，那么它们就更可能获得所需的时间。对存在可控制的债务负担的企业的股票有限制地持有，不仅能作为风险甄别，也能增加存活几率。
- 收益率走势：虽然输家股票收益率的长期走势可能是消极的，然而你也许能在短期趋势里找到正面的信号。比如，你可能只会投资那些公布了上一季度的正回报的企业。尽管一个季度并不能传递出逆转的信息，不过它也许表示了企业已摆脱了部分困境。

投资者的教训

仅根据近期的下跌而买进股票，在理论上来看似乎是个可以获利的投资策略，但是它也伴随有相当严重的风险。若你是个谨慎且具有逆向投资理念的长线投资者，你应该会想要买进那些交易成本可控且风险系数有限的输家股票。要达到这些目的，你可以考虑根据下列条件对所有美国股票进行筛选：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 过去的回报：本组合只考虑那些按上一年度回报排名靠后 1/4 的股票。该限制比起本章早前所采用的甄别条件（在 7 000 家企业里选出了 500 家负回报最低的股票）要宽松多了。然而，随后的风险及交易成本的约束条件将会更为严格。
- 交易成本：要减低组合的整体交易成本，我们只考虑那些交易价格高于 5 美元的股票。
- 风险：标准方差超过 80%、贝塔系数超过 1.25 且市场债务资本比率超过 50%的股票将从样本中删除。前两项控制是纯粹的风险甄别，而最后一项则同时从风险和幸存率的角度做出筛选。
- 改进的催化剂：整个组合仅考虑那些公布了最近一季度的正收入和先前时期的收入获得增长的股票。这是因为赚钱的股票不仅风险较小而且公司为了企业健康而进行必要变动的自由度更大。

本章末的附表列出了在 2003 年 1 月所有美国股票里符合上面所有这些筛选条件的 20 家企业组合。

结　论

许多逆向投资者相信买进在过去最近一段时间里表现较差的股票是一个很好的投资策略。该策略是基于投资者对新信息产生过度反应从而使股价因利空消息（如较差收入的公布、降低股息）而压至过低水平或因利好消息而被推至过高这一信念而建立的。研究显示，在最近时期下跌最多的股票若长期持有将会产生高额回报。然而，这些股票往往以较低价格成交从而增加了该策略的交易成本。而且这些股票的风险程度也高于平均水平。

假如你想要从该策略获利，你首先必须有长期投资的打算并且能容忍较大幅度的波动。你必须仔细谨慎地建立你的投资组合，以降低你的交易成本和风险。在你开始获利前，你会发现自己通常都是处在亏损的状态。即便如此，它也不是一个可靠的或无风险的投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

章末附表：

公司名称	股票代码	行业名称	股价	1年总回报	3年贝塔系数	3年标准方差	最近季度的每股盈余	市场负债与资本比率
Almost Family Inc	AFAM	医疗服务	6.56	-55.23%	0.07	56.66%	0.12	46.85%
Ambassadors Intl Inc	AMIE	工业服务	9.18	-57.17%	0.4	52.76%	0.02	0.22%
BJ's Wholesale Club	BJ	零售店	15.52	-58.50%	0.73	37.70%	0.38	8.40%
CAE Inc	CAE.TO	航天/国防	5.18	-55.19%	1.21	60.03%	0.11	40.56%
Convergys Corp	CVG	工业服务	12.59	-59.59%	1.12	46.25%	0.34	5.06%
Crawford & Co "B"	CRD/B	金融服务	5.05	-55.55%	0.32	56.68%	0.11	21.48%
Cytyc Corp	CYTC	医疗	10.81	-60.92%	0.95	66.52%	0.11	0.00%
Enzon Inc	ENZN	药品	17.8	-70.29%	1.01	60.11%	0.29	33.46%
Fab Industries	FIT	纺织品	8.9	-55.22%	0.22	49.33%	0.19	0.71%
Footstar Inc	FTS	零售	9.42	-77.76%	-0.05	51.38%	0.69	42.70%
Kendle Intl Inc	KNDL	医疗服务	8.52	-56.35%	0.52	65.58%	0.16	12.71%
Ohio Art Co	OAR	娱乐	17	-55.96%	0.19	59.26%	1.18	31.05%
On Assignment	ASGN	人力资源	7.5	-62.91%	1.17	61.87%	0.14	0.00%
QLT Inc	QLT.TO	药品	12.33	-66.91%	1.11	71.34%	0.13	0.00%
SRI/Surgical Express Inc	STRC	医疗	5.02	-64.56%	-0.33	65.68%	0.05	40.78%
Tenet Healthcare	THC	医疗	18.22	-58.11%	-0.38	46.65%	0.68	30.45%
THQ Inc	THQI	娱乐	12.2	-58.99%	0.68	67.04%	0.12	0.00%
TRC Cos	TRR	环境	13.99	-60.61%	0.67	66.06%	0.26	11.72%
Vans Inc	VANS	制鞋	5.06	-55.42%	0.52	51.73%	0.3	7.64%
Veritas DGC Inc	VTS	油田服务/设备	7.65	-57.30%	1.21	64.72%	0.05	34.93%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第9章 下一件要事：新兴行业和朝阳企业

寻找便宜货

格斯（Gus）最引以为豪的事情就是寻找便宜货。他曾经避开房地产经纪人，通过直接和房东接洽在纽约租到了一间便宜的公寓。在房间里，他摆设了许多从小家具店廉价淘回来的古董。他只在那些自己调查过的、有口皆碑但却从未被纽约《时代》杂志介绍过的餐厅里吃饭。在平日成功淘到便宜货的鼓励下，格斯决定将同样的策略应用到他的投资上。他首先寻找那些主要投资银行的证券研究分析家不大注意的小公司股票。然后他将寻找范围扩展到一些计划首次公开发行股票的公司上，并认购它们的股票。由于没有时间去作具体的分析，他只是随意选择了12来家公司。他甚至想将手中的钱投资到他朋友的一个看起来很有前景的新投资项目。

在投资过程中，格斯发现他实际付出的金额比挂牌价的要多，对此他的经纪人向他提起什么较大的买卖差价这一概念。在买进股票的数周后，格斯还留意到这些股票在很长一段时间内都没有成交，而且价格也毫无变化。他还发现，每当新闻公布时，股票的价格总会发生很大的波动，而这种波动大多都是股价下跌而不是上涨。当他尝试将增值了的股票卖掉后，他发现从中获得的收益远比预期的少。格斯认为，他的策略在寻找公寓、家具和餐馆方面比较有用，但在股票投资上则行之无效，对此他也搞不清是什么原因。于是他惟有将责任归咎在经纪人身上。

这则故事的寓意是：便宜货有时也要付出昂贵代价的。

第7章研究的是对具有良好发展前景的上市公司进行投资的策略。虽然选中健康发展的公司可以得丰厚的利润，可是一旦它们被公认为高增长公司，想要以合理的价格买进这些公司的股票就非常困难了。一些投资者认为，那些未被分析家所关注或是还处于上市前准备状态的小公司才具有最好的投资时机。他们指出，投资初始公司和新兴行业，无论是私人生意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还是首次公开上市的企业，都是获得高额利润的最佳途径。在这章里，我们要探讨的是伴随这些策略所带来的回报（和费用）。

故事的核心内容

每个投资者的梦想就是找到那些未被挖掘的珍宝——其他投资者没发现或被忽视的具有出色商业模式的小型企业进行投资。为了想要把这种策略付诸实践，一些投资者努力在那些被机构投资者轻度持有且不被分析家们所关注的小公司中寻找合适的便易股票来进行投资。其他投资者则试图在这些小公司上市时或者上市不久后购买其股票来打击市场，他们指出这些都会是将来的增长型股票。还有其他一些可以掌控更多资源的投资者，他们以风险资本或者私人资本投资的形式投资那些有前景的私人公司，期望能从中大赚一笔。

小型上市公司的投资者，对于首次公开发行股票和私人企业会采用很不一样的策略，而且他们对市场的观点也不尽相同。不过，对于投资这类企业，他们仍有一些共同的信念。

- 这些企业通常是那些被投资机构少量持有或是不被他们所关注的、而且往往被分析家们错误估价的企业。随着企业不断壮大，它们吸引了机构投资者和分析家们的注意。虽然这些投资者和分析家并不是可靠的，不过他们擅长于挖掘关于他们所关注或投资的公司的相关信息，从而使得这些公司的价值不会被过分低估。当你将注意力集中到那些没有公众投资者（私人企业或者首次公开发行股票）或者大额投资者投入相对较少的公司时，你期望为有用的研究增加回报。以市场效率来说，你很可能会认为市场的这些部分是没有效率的。
- 有效的独立调查可以帮你区分赢家股票和输家股票。即使你以那些没被分析家追踪分析的股票更可能会被错误估价的想法大量买入股票，你也必须能区分被过高估价或是被过低估价的股票。通过对那些没被分析家追踪分析的公司——进行私人资本投资的私人企业、首次公开发行股票前的企业以及没被分析家追踪分析的公开上市公司——进行资料收集和调查分析，你可以从中获得比其他投资者更多的优势，并且还可以在抑止下跌的风险的同时增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加上涨获利的可能。

换言之，这些策略都有一个共同的信念：最好的廉价品更容易以偏离常规方式被发现。

理论基础：风险及潜在增长

对于关注私人企业、首次公开发行股票的公司，或者不被注意的较小型公司的投资策略能获得较高利润这一观点，是否有对应的理论基础作为支持呢？你可以合理地指出，这些公司很可能比更为确定的大型公司具有较高的风险性，而且你应期望通过一段较长时期的投资可以获得更高的利润。仅凭这点本身并不足以为这样的一个策略作出评价，因为除了较高的利润，你还要获得额外利润，也就是说，投资回报应该要高于预期为较大的风险所付出的代价。

额外的风险

投资私人或小型公开上市公司会具有额外风险，那么这种风险是从何而来的呢？首先，投资小型公司时所能获取的有用信息通常比大型公司的信息要少很多。第二，这些公司的价值很大一部分是来自于企业未来的发展，而仅有一小部分是来自于现有的资产；对于前者通常具有更多的不确定因素。第三，投资私人或小型公开上市公司会比投资大型公开上市公司具有较小的流动性。因此，对这些投资的买进与卖出就相对昂贵很多。

信息风险。这个投资策略最大最首要的风险就是对所投资公司的相关信息的缺乏及不可靠性。关于私人公司的信息远比公开上市公司所提供的要少，而且私人企业不需要遵循证券交易委员会的规定或编档。会计准则使用的限制不仅为公开上市公司提供了保障，而且它们还为各公司间的比较分析提供了可供利用的数据。另一方面，私人企业采用了很不一样的会计准则，这使得对企业间进行比较变得十分困难。在投资时，你也可以利用私人信息——来自于其他同样关注这些公司的投资者的信息。这些信息对私人企业来说不容易被获取，而小型公开上市公司则也许能获得零星的私人信息，不过对于大型公开上市公司来说要获取这类信息则十分容易。

私人或者小型企业是否因其可获取的信息比较少从而使得它们更具风险性呢？而这是否会导致你在投资这些企业时会期望获得更高的回报呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然答案看起来显然是肯定的，但是仍有数量惊人的理论学者对该问题持否定意见。很多理论家承认，投资小型或私人企业具有更多的不确定因素，但是他们随之也提出，其中大部分的风险是可以通过合适的多元化投资组合而被转化掉。他们认为一个小型或私人公司的投资组合的整体风险将远小于该组合中单个企业的风险。在他们看来，多元化投资的投资者将因此觉得这些投资并不具有更高的风险，而其预期回报也将证实这个判断。

你可以从两方面来反驳这种对风险所持的乐观看法。第一个方面是，私人企业或小型公司的投资者也许无法轻易的进行多元化投资。例如，私人股本和风险资本的投资在任何给定时期里往往会集中在某些行业板块。第二个方面是，即使投资者具有多元化投资的能力，但是信息风险也无法被多元化处理。这是因为不被公布的公司新闻通常更可能是坏消息而不是利好的消息；毕竟，公司有打算想让人们了解它们的表现比期望的要出色，从而能吸引更多的投资者。因此，即使是在对私人或者小公司的大型投资组合中，投资受到的突发刺激更可能是因利空消息而不是利好消息所引起的。

增长风险。你对新兴的或较小型的企业进行投资，期望着它们在未来会有较快速的发展。在投资时，你可能会依据实质的研究分析来作决定，然而增长本来就是不可预测的。在新生的公司当中，每100家增长企业中能到达证券市场要求的企业相对很少，而达到了证券市场要求的那些公司中能实现它们的承诺并长期获得高增长的公司更是寥寥可数。换言之，你可能先要投资另外999家公司后才可能（若你有幸的话）成功地投资到一家像微软这样的公司。

虽然你无法精确地选出能赢得这场增长游戏的那些公司，然而，与投资那些大部分价值源自现有资产的公司相比，你可以通过投资那些具有极大增长潜力的公司而获得更高的回报。而在进行这样的投资时，你可以考虑一下你为了平衡这类企业不可预测的增长所产生的额外风险而希望获得的额外回报。

可销售性和流动性。通常情况下，你会为购买了某支股票而感到懊恼不已。如果那支股票是公开上市并是流通的，那么若你后悔买进并打算立即卖出时，你需要支付一笔相对较少的费用。首先，你必须支付买卖双向交易的佣金费用，但是在这折扣经纪行时期，这笔费用将会是数十美元而不是数百美元。第二，你必须承担买卖差价的费用；就算股价自你买进后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并没发生变化，然而你卖出股票（买价）时得到的金额会比你买入股票（卖价）时花费的金额要少。对于一个大型公开上市的股票来说，这个差额将只占股价比例的一小部分。

如果是少量交易的小型股票，因改变主意所产生的成本将会增加。付给经纪人的佣金也许不会太高，但是买价和卖价之间的差额会占股价的较大一部分比例。此外，在你交易同时将会对股价造成影响，股价会在你买入时上涨而在卖出时下跌。

对于私人企业来说，这些成本亦是相对较高的。对于这些企业的投资并没有一个良好的现货市场，因此你通常需要找寻一个感兴趣的买家接受你对该企业的投资，而一般情况下，由于该投资的非流动性，这些买家支付给你的金额会远少于你当时投资该企业的金额。

对于这种非流动性风险，你该如何在投资策略中反映出来呢？就公开上市股票而言，你会愿意为非流动性股票付出远比流动股票少很多的费用，从而推高其预期回报。毕竟，你必须为你额外的交易成本作出补偿。而对于私人公司来说，这种情况更为突出。那些对私人公司进行估价的人通常习惯采用“非流动性折扣”来评估其价值，这种折扣的范围是大概是20%~30%。因此，一个价值为 1 000 万美元的企业，其出售时的卖价可能只有 700 万~800 万美元。

潜在的超额回报

上一节的讨论表明了投资私人公司或者非流动性的小型公司应该可以获得比投资更具流动性的大型公司更高的预期回报。然而这是否就能证明前者是更好的投资呢？答案是不一定。因为关于高额回报的争论是基于这些股票具有更高的风险这一假设为前提的。要使投资较小型公司或私人公司成为一个好的投资策略，你必须证明其预期收益会高于其因较高风险而需要付出的代价。以下提供了几条理由来说明为什么会这样：

- 对被忽略股票进行信息收集及分析会产生较高回报：你可以指出，对于那些在公共领域可获取的信息及分析非常少的企业来说，信息的收集和分析会带来最大的回报。换言之，你更容易在这些股票中找到廉价品。
- 机构投资者的缺席：这个补充证明了第一点。机构投资者往往掌握着更多的资源（分析家们、信息数据库等等），你可以把他们归

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类为消息灵通的投资者。当你与信息比你详尽的投资者交易时你很可能会有所亏损，就这一点而言，投资较小型的、没被分析家追踪分析的企业或私人企业，其获利几率可能更高。

- 投资者对未知因素的恐惧：导致较小型企业的价格不合理还有另外一个因素，投资者更可能会选择自己了解且熟悉的企业（通常是被广泛持有的较大型公司）而舍弃那些较小型的、没被分析家追踪分析的企业进行投资。在市场混乱期间，这可能会造成后者的流失，使得其股价跌破你认为合理的价格。

对于上面关于投资较小型企业在做出风险调整后将会获得更高回报的所有这些理由，若你能总结出其中的任意一条或全部理由，那么就可以开始进行下一步的分析，以考查这些证据是否能支持这样一个策略。

查看证据

在这节里，首先你将会对过去几十年来所积累的关于投资效益或是关于面向较新兴的和较小型公司的投资策略的相关证据进行分析。在第一部分，将对投资较小型公开上市公司所获得的利润与投资较大型的公开上市公司的利润进行比较。在第二部分，则会考查投资那些正要上市股票所带来的回报，包括在发行当天前后以及公开发行以后的回报。在第三部分，你将会看到投资私人公司（以风险资本或私人股本的形式）是否会产生高额回报。

小型公司

有成千上万支股票在主要的交易所里挂牌上市的，这些股票的规模范围很广泛。最极端的有像通用电气和微软那样价值数千亿美元的大型公司，另外也有着价值数千万美元的公开上市公司。事实上还有一些未上市的公开交易的公司，其价值仅以百万美元来衡量。以投资最小型的公开交易公司作为投资策略会有用吗？不少研究一致认为，在同等的风险下，较小型公司（按股本的市场价值计算）比大型公司赚得更高回报。图 9-1 总结了自 1927~2001 年 10 个市场价值级别的股票的每年利润。这些投资组合会在每年年末根据该时刻的股票市场价值进行重建，并运用到下一年度中。其利润是以两种方法进行计算的：价值加权投资组合（对每家公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

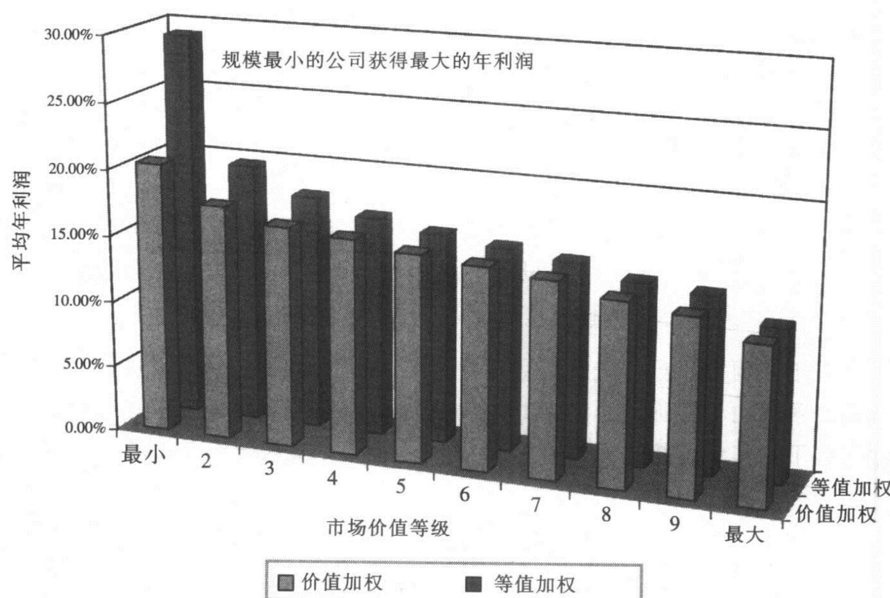


图 9-1 不同市场价值等级的年利润：1927~2001 年

注：数据来自于 Fama/French。这里公司按照市价总值在每年年初分成 10 个等级，并计算每个组合的当年利润。

投资金额是按占市场资本总额的比例进行分配的）与平均加权投资组合（投资到组合里的每一家公司的金额都是相等的）。

如果你着眼于价值加权投资组合，那么在整个期间里，最小型股票获得的年利率约为 20%，相比之下，最大型股票只获得了 11.74%的年利润。如果你采用的是平均加权投资组合，小公司获得了更高的溢价，而且迹象表明，这个溢价由最小的股票带来的。换言之，要获得该溢价，你将必须投资市场上最小型公司。然而，这些结果确实令人印象深刻，而且还为关注购买小型股票的投资组合经理提供了一个理论基础。

在该时期，小股本股票（小型股票）的表现平均起来是否要比大股本股票（大型股票）好呢？答案是肯定的。不过，这个策略并不能保证在每个时期都会获得成功。虽然小型股票在大部分时期的表现要优于大型股票，但是也有不少的时期小型股票的表现不如大型股票。图 9-2 用曲线图表示出了自 1927~2001 年小型股票每年比大型股票获得的高额溢价。

要注意的是，有相当多的年份的溢价为负值——这说明在那些年份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

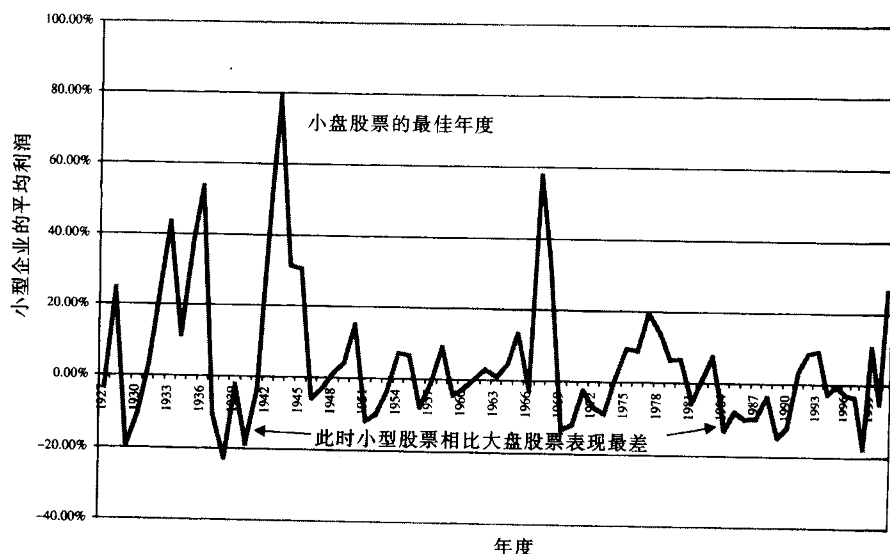


图 9–2 随着时间的小型企业的溢价：1927~2001 年

注：数据来自于 Fama/French。这指的是最小型股票（排名最后 10%的股票）的年利润与最市场规模的股票（排名最前 10%的股票）之间的差额。

里，小型股票所获得的回报要比大型股票低。事实上，在 20 世纪 80 年代期间，大型股票的表现要远胜于小型股票，从而引起了一个争论：到底这是小型股票溢价的一个长期转变还是只是暂时性的短暂跳跃？一方面，杰里米·希捷（Jeremy Siegel）在他关于股票长期表现的书里指出，小型股票溢价几乎可以完全归因于 20 世纪 70 年代末的小型股票表现。当时那 10 年是高度通货膨胀的时期，那么小型股票溢价是否与通货膨胀有关系呢？另一方面，小型股票的投资组合经理则认为 20 世纪 80 年代发生的事件只是一次反常事件，而小型股票溢价迟早会恢复的。在预计时间内，小型股票溢价在 20 世纪 90 年代就恢复过来了，这点可以在图 9–3 中看到。

许多研究员设法对小盘股效应进行更深入的研究，试图弄清溢价源自哪里。以下是其中一些结论：

- 小盘股效应在最小型的微型股中表现最为明显。事实上，这些公司中有许多公司的市场资本总额只有 2.5 亿美元或者更低。通常这些公司的股票也是比较低价且非流动性，它们一般受股本研究分析家所关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

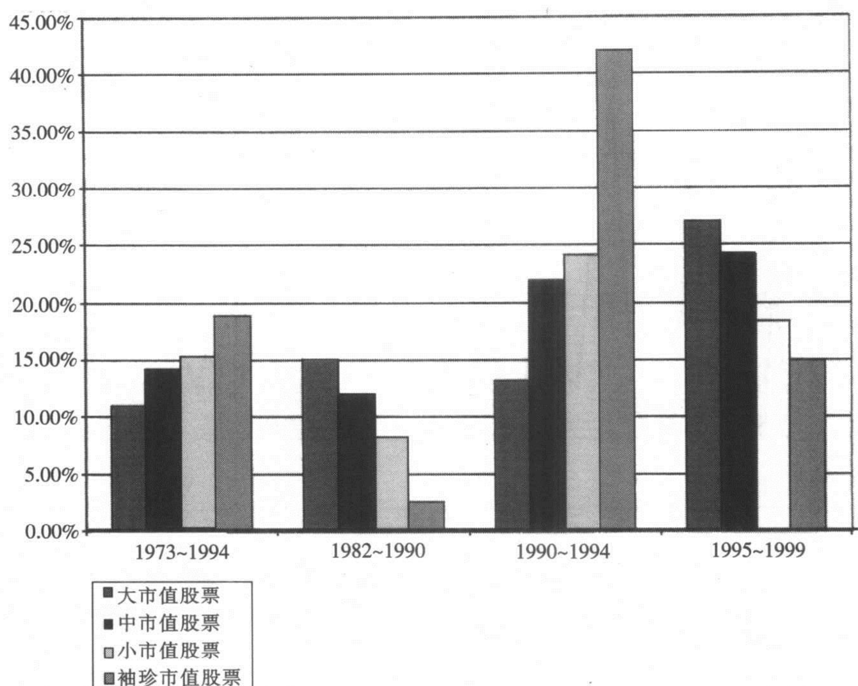


图 9–3 随着时间的小盘效益

注：数据来自于 Pradhuman。这里的分类是根据美林公司对袖珍市值、小市值、中市值及大市值定义进行划分的。

- 很大一部分比例的小型股溢价是在 1 月份获得的。图 9–4 对比了从 1935~1986 年小型公司和大型公司在每年的 1 月份及其余时间里的收益回报情况。

事实上，你不得不接受从 2~12 月间并没有发生小型股溢价这一前提假设。

- 有证据显示，小型企业溢价也出现在美国以外的市场里。研究指出，从 1955~1984 年，英国市场的小型股溢价大约为 7%，法国市场的约为 8.8%，而在德国市场影响相对小很多，另外，自 1971~1988年间日本股票的溢价为 5.1%。
- 小盘股票似乎在短期利率高于长期利率时会表现得更好些。这也许就是它们在 20 世纪 70 年代表现突出的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

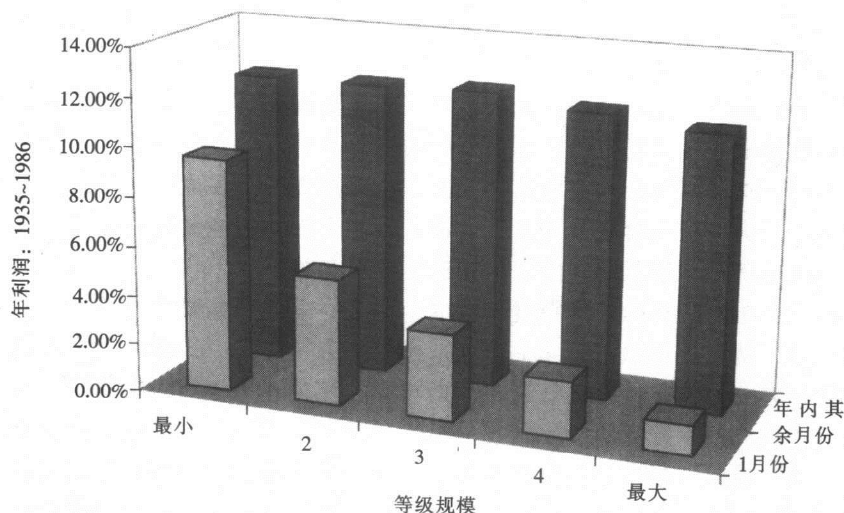


图 9–4 1 月份的小盘效益

注：数据来自于 Chopra & Ritter 的一项研究。这里计算了 1 月份及当年其余月份对不同市值等级的股票的利润回报。

是否可以将小型股溢价归因于较小型企业不像较大型企业般经常被股本研究分析家所追捧呢？

是不是可以将低市值利润的表现归因于低市值股票不会像大型公司那样时常受到财产研究分析家的指导？一些研究员查看了年利润和公司追随者（分析家和机构持有股的数量）的关系之后，发现追随该股票的分析家数量减少时，其利润就趋向上升，而且甚至当他们掌握了小型公司往往有着较少的分析家关注这一事实后，这种关系效应仍然存在。

首次公开发行

在首次公开发行时，私人公司通过向公众提供股份的形式将公司转变为一个公开上市公司。已经公开上市的企业，其股票有一个稳定的市场价格作支撑，与这些公司的股本发行相比，首期公开发行的股票必须由投资银行家根据对供需情况的了解来定价。一些投资者认为他们可以充分利用这个过程中的不稳定因素和因投资银行家的定价所产生的偏差来获得高额回报。

首次公开发行的程序。 当一个私人公司成为公开上市公司时，它获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得的最主要的好处就是扩大了进入金融市场和获得企业资金的门路。能为企业带来巨大且有利的投资机会以及新的资金流入的这一来源途径，对高速发展的行业来说将是一项巨大的收获。其次要好处是，通过成功为他们的持有物标上一个市场价值，私人公司的持有者可以以此兑现财产获得利润。不过，这些好处必须对应其公开上市所要花费的潜在成本来考量。这些成本中最大一项代价是成为上市公司后可能会带来的控制权的丧失。其他的上市花费则与信息公布的规定和法定要求有关。

假定上市所获得的好处超过其成本，那么一个公司如要进行首次公开发行证券，就需要按照以下 4 个步骤来操作。第一步是，选择一个投资银行家来带领公司上市，该选择通常根据对方的声誉和销售能力来决定。大多数的首次公开发行的股票，其投资银行家承销证券发行并为股票担保制定的价格。然后该投资银行家联系多家银行组成证券包销银团来分散发行股票的风险以及拓宽市场伸展度。第二步是，评估公司的价值和设定发行细节。股票的发行定价通常是以参考同类上市公司的价格以及试探出股票的潜在买家所乐意支付的价格的方式进行。第三步是，满足证券交易委员会法定规则的要求，填写公司简介和发行计划。最后一步就是，以发行价格将股票分配给申请购买的认购者。如果股票的认购大于发行数目（当发行价定价过低时会发生这种情况），公司就必须定量发配股票。而如果股票的发行数目多于认购时，投资银行家就必须根据其包销保证，以发行价买进剩余的股票。

首次公开发行：定价与投资策略。 投资银行家为首次公开发行所作的定价有多成功呢？其中一个判断方法是，将该发行定价与股票开始交易的价格进行比较。虽然精确的估算每年都不同，但首次公开发行证券的平均售价似乎都定低了 10%~15%。而对于较小型上市股票，其发行定价似乎更低。一项关于自 1990~1994 年间发行的 1 767 个首次公开发行证券的研究，其分析结果显示在图 9–5 中。

发行得越少，其过低定价就越明显——最小的股票发行其被过低定价的程度超过 17%，而大型股票的发行被低估的程度则小很多。

你可以从其他方面来研究首次公开发行股票定价过低的原因。一项关于首次公开发行的研究为首次公开发行证券为何会出现定价过低的假设以及其相关的经验证据提供了全面的概括。部分分析发现总结如下：

- 通过对 13 308 个首次公开发行证券的样本调查，其平均首次回报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

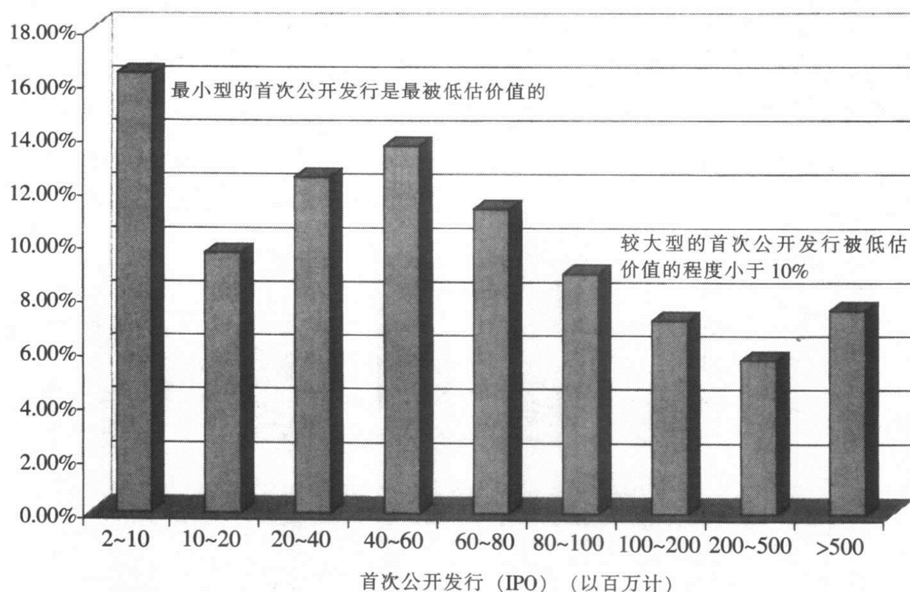


图 9–5　平均初始利润及发行规模

注：数据来自于 Lee, Lockhead, Ritter & Zhao 的一项研究。这里的初始利润指的是，假如你能够以发行价订购股票并以首日交易结束价卖出股票所能为你带了的利润。

为 15.8%。然而，在所有的首次公开发行证券中，股票定价过高的占了大概 15%。换言之，即股票的价格在发行当天比首次发行价格有所下跌。因此，根据首次公开发行投资证券者一策略绝不是一项无风险或有盈利保证的，即使你正是按发行价格获得了所认购的份额。

■ 那些在发行前调高发行价的首次公开发行证券相比发行前调低发行价的股票更可能被过低定价。表 9–1 对比了 1991~1996 年间两类首次公开发行证券的首次回报和被过低定价股票所占样本的比例。

表 9–1　平均初始利润：发行价格调整

发行价格	IPO数目	平均初始利润（%）	发行被低估价格的（%）
向下调整	708	3.54	53
向上调整	642	30.22	95

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然有坚实的证据表明首次公开发行证券在发行当天上涨，然而，这不能说明这些股票在往后年间会是较好的投资。一项研究追踪了 5 821 个首次公开发行证券在上市 5 年内的利润回报，并将它与具有同等风险和股本大小的未发行股票的公司的利润回报进行了对比。结果显示在图 9–6 中。

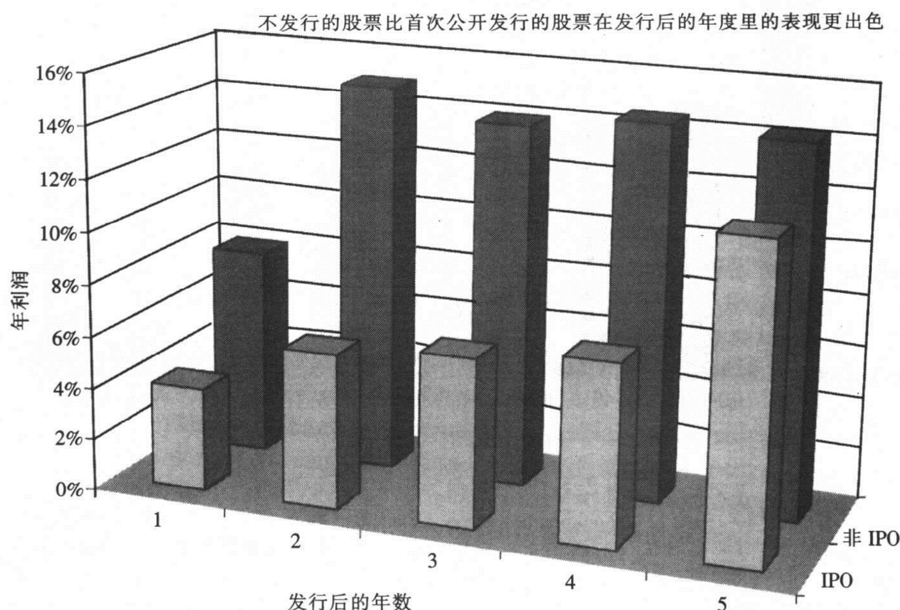


图 9–6　后续发行回报：IPO 与非 IPO

注：数据来自于 Loughran & Ritter。这里比较了首次公开发行后的每年的年利润与不发行的投资所能获得的利润。

请注意，首次公开发行证券的表现一直比未发行股票的公司要差，而这种差距在刚上市的前几年最为显著。尽管这个现象在大型的首次公开发行证券企业中不是那么明显，但这种现象仍是长期存在的。这一发现有何重要的意义呢？购买首次公开发行证券的投资者想要获得利润靠的是他们的时间范围，过于长期地持有这些股票会将发行当天获得的利润冲消殆尽。

私人公司

在风险资本投资中，你为小型的、高风险的行业提供股本融资以获得公司持有份额作为回报。你对公司的持有份额的大小将由两个因素决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一，最低限度下，你会根据你为公司提供的资金占整个公司价值的比例来要求所持股权的份额。例如，如果你投入了 200 万美元，而公司估算的价值为 1 000 万美元，那么你将可占有至少 20%的公司所有权。第二，如果企业可以从其他资源筹集资金，那么它的谈判地位就比较有利，这将会使得你的份额减少到一个比之前所提最低限度多不了多少的溢价。如果一个行业没有其他可选的方法来筹集股本融资，那么它的谈判地位就相对较弱，而公司的持有人就不得不放弃不合比例的所有权份额来获取所需的融资。

总的来说，企业选用可行的替代途径或以上市方式来筹资基金的能力会随着企业的规模大小的增加而增加，或是随着企业未来前景的不确定性而下降。因此，较小型的、更具风险性的行业更可能会被迫放弃公司价值的较大部分份额来获得创业风险资金。

私人股本和风险资本的市场。 一直到几十年前，创业风险资金还仅是由相对较少的个人来提供。他们趋向于专门研究某一行业板块，仅对较少公司进行投资，并会在这些公司的运作中占据积极的地位。然而，在近数几十年来，随着风险资金市场的增加，逐渐出现了 3 种分类。

第一种是风险资本基金，其衍生可以追溯到 20 世纪 50 年代。美国研究与发展公司是其中先驱者之一，它为美国数字设备公司（Digital Equipment Corporation）的建立提供了种子资金。在 20 世纪 60~70 年代期间，这些资金成倍增长，并为许多公司的建立和发展提供了帮助，像英特尔公司和苹果公司都是那时上市的。第二种是 20 世纪 80 年代发展起来的凭债收购资金，它利用大量债务接管上市公司后，再将它们变成私人公司。他们以名人、书籍和电影的宣传手法——无论是正面的或是负面的——来塑造公众对收购项目的看法。最近不久，我们都看到了私人股本资金的增长，它汇集了个别投资者的财产，从而对显示出发展前景的私人公司进行投资。这就使得投资者在对私人企业进行投资不必放弃多元化投资或是放弃其在企业管理中的重要角色。退休基金和机构投资者受到投资私人公司可获得高利润的吸引，也将他们总体投资的一部分资金用来投资私人股本。

风险资本在私人公司形成的不同阶段都被证实是非常有用的。例如，种子资金风险投资资金或者天使融资，它们为那些测试新概念或开发新产品的刚起步企业提供资金，而启动创业资金则帮助那些拥有固定产品和概念的企业发展产品并将产品投放市场。其他许多的风险资金，则为那些产品更为稳定的私人公司带来更多的发展并帮助它们拓展市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数的私人股本资金是由私人有限合伙形式组成的，其中资金的经理者是无限责任合伙人而基金的投资者——包括个人和机构投资者——则是有限责任合伙人。无限责任合伙人对何时及对何对象进行投资持有决定的权利，他们还将获得每年占总投资资金 1.5%~2.5%的报酬以及表现出色的奖金。这种合作关系一般会维持 10~12 年，而有限责任合伙人必须同意为期 5~7 年的资金承诺。

创业风险资本和私人股本投资的回报。要注意的是，寻找和接受创业风险资金的行为是自愿的，双方都抱着可以从中获利的希望展开合作关系。企业因此获得无法从其他途径筹集的资金；而这些资金则使得公司填补差距直至达到公开上市的要求。风险资金投资者也许能为基金贡献其管理和组织能力，并且为企业集资提供所需的信用度。风险资金投资者还可以为企业最终发行股本提供所需的技巧知识。同样风险资金投资者也可以获得好处。若风险资金投资者选中了合适的公司去投资并为其提供出色的管理技巧和建议，这将会在初期投资中为他们带来丰厚的回报。虽然风险资金投资者可以从私人企业中收获回报，然而其所获的最大利益还是来自于公司上市后，到了那个时候，他们就可以将其手中的股份以市场价格兑现获利。

相对于市场，风险资金和私人股本投资者的表现如何呢？一些有趣的证据表明一些私人股本投资者在个别交易上表现很好。另外，也有一段时期，私人股本投资一同收获了巨额的利润。例如，在 20 世纪 90 年代期间，风险投资基金获得的平均利润为 29.5%，相比之下，标准普尔 500 指数年度利润仅为 15.1%，不过关于这个对比存在了 3 个潜在的问题。

第一，与纳斯达克市场相比才是比较适合的比较，纳斯达克市场在整个 20 世纪 90 年代出现了蓬勃的发展，它容纳了许多属于风险资本组合的像新兴的科技公司那样的公司。第二个相关点就是这些利润（无论是在风险投资基金还是在纳斯达克市场）都是还未对在这些投资组合的这类企业所伴有的重大风险进行调整的利润。第三，风险资金本身的回报是不可信的，因为这取决于对非交易投资的价值估算（通常是由风险基金投资者决定的）。事实上，许多这些风险资金都不得不面对相当的风险以及在 2000 年和 2001 年的发行自我评估会随着它们的许多投资被降低到真实价值，尤其是在新科技行业。例如，从 2000 年 9 月~2001 年 9 月，风险资本基金亏损了其价值的 32%，私人股本资金则亏损了 21%，而收购资金则亏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损了 16%。

当你查看过去 20 年私人股本投资所获得的利润时，一些证据可以使你冷静下来，创业资金的确获得利润，但并不是一些投资者所期望的数额。风险投资数据调研公司 Venture Economics，它追踪分析了私人股本投资的回报，并发表了 2001 年 9 月私人股本投资短期和长期的利润，这些数据在表 9–2 中可以看到。

表 9–2 在 2001 年 9 月 30 日的投资经济的美国私人股本表现指数（PEPI）回报

基金类别	1年	3年	5年	10年	20年
早期/种子风险资本	–36.3	81	53.9	33	21.5
平衡风险资本	–30.9	45.9	33.2	24	16.2
后期风险资本	–25.9	27.8	22.2	24.5	17
所有风险资本	–32.4	53.9	37.9	27.4	18.2
所有收购	–16.1	2.9	8.1	12.7	15.6
半楼层融资	3.9	10	10.1	11.8	11.3
所有私人权益	–21.4	16.5	17.9	18.8	16.9
标准普尔 500	–15.3	13.6	14.8	15.6	13.9

平均起来，私人股本和风险资本基金的表现胜于标准普尔 500 指数，不过两者的差距却出乎意料的小。例如，在 1991~2001 年间，所有的私人股本资金赚得的年平均利润只比同期的标准普尔 500 指数高出 3.2%。由于这些投资承担着较高的风险，那似乎并不算是较巨大的额外回报。

数据的处理

上一节展示的证据预示了对较小型的、不受关注的公司或者私人行业的投资可以为投资者带来回报。在这节里，你先将查看到市场资本总额的差额和机构投资者对不同上市公司追踪分析的情况，然后分析最近季度的首期公开发行证券，最后是如果你决定将这些投资策略付诸实践时将会建立的投资组合。

市值

小型公司是由什么组成的？答案是多种多样的，因为它取决于你的询问对象和他们投资的股票范围。如果一个投资者将其投资限定在标准普尔 500 的公司，那么一个价值 10 亿美元的公司对他来说就算是小型公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果一个投资者将眼光放在纳斯达克市场上的较小型股票，那么它的界限点就更低了。同时，它也会随着市场的上涨和下跌而有所改动。在1999年股票市场的高峰期，有许多公司在以市场总市值超过1 000亿美元的进行交易。经过3年的熊市后，在2002年就仅剩下屈指可数几家公司而已。

对小型公司和大型公司之间差额进行估算的一个最好的方法就是查看市场资产总额在不同市场上的分布情况。图9–7展示了，在2002年年底，处于不同市场资产总额级别的美国上市公司。

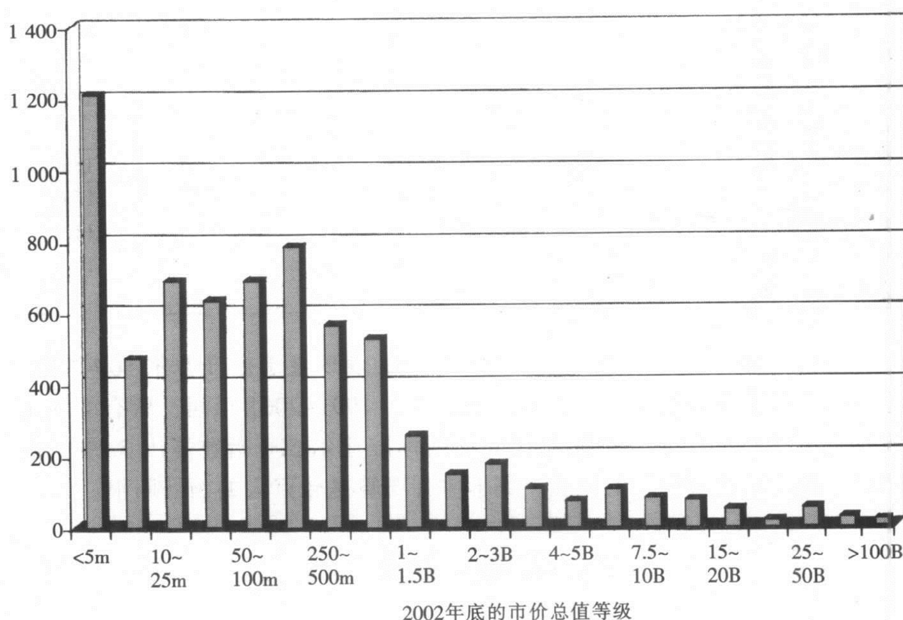


图9–7 市场规模分布

注：数据来自于Value Line。这里显示了各个市价总值等级里的公司数目。

请注意，那些市场资产总额低于500万美元的公司数目是非常惊人的(超过1 200家)。这是由两种现象汇聚而成的：在20世纪90年代上市的小型公司数量很多，以及随着科技泡沫破裂导致这些公司价值发生戏剧性下跌。实际上，你可以有把握地认为，大量小型公司会在不久的将来不再以上市实体而存在。如果你采用了常用的标准来衡量小型公司（例如，2.5亿美元或更少），那么你将会发现有超过2/3的上市公司被归类为小型公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果对小型下定义很难，那么对被轻度追踪分析的就更难定义了。衡量追踪分析度的一个方法就是追踪分析一家公司的分析家的数量。这些分析家中有许多都为投资银行或投资组合经理工作。在图 9–8 中，提供了按照在 2003 年年初追踪每家公司的分析家数量来进行分类的公司分布情况。

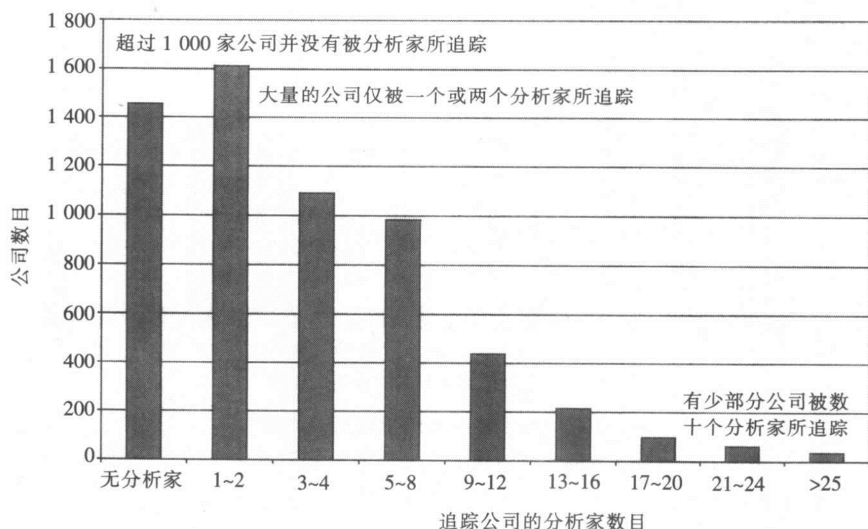


图 9–8　预计每股盈余的分析家数目：2003 年的美国公司

注：数据来自于 Zacks。这些是 2003 年 1 月追踪每家公司的卖方分析家数据。

请再次注意，大约有 1 400 家公司并没有被分析家所追踪，而有 1 800 家则仅有一个独立分析家在追踪。另外一个衡量追踪分析度的方法就是机构投资者的投资——互惠基金和退休基金。图 9–9 中，根据 2003 年年初由机构投资者所持有的股票份额对公司进行了分类。

虽然机构投资者可能在某些公司的持有权方面占优势，但是也有不少的公司中，机构透支者仅持有占该公司发行总数不到 10%的股票。

如果将 3 种衡量标准——市场资产总额、分析家追踪分析度以及机构所有权——集中起来，我们不难看出在这些衡量标准中有重叠的地方。小型公司比较不可能被机构投资者所持有或是被分析家所追踪分析。然而，仍有一些小型公司会被机构高度持有并被分析家追踪分析。

首次公开发行证券

每个时期首次公开发行证券的数量都相当不一样，这取决于市场状态

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

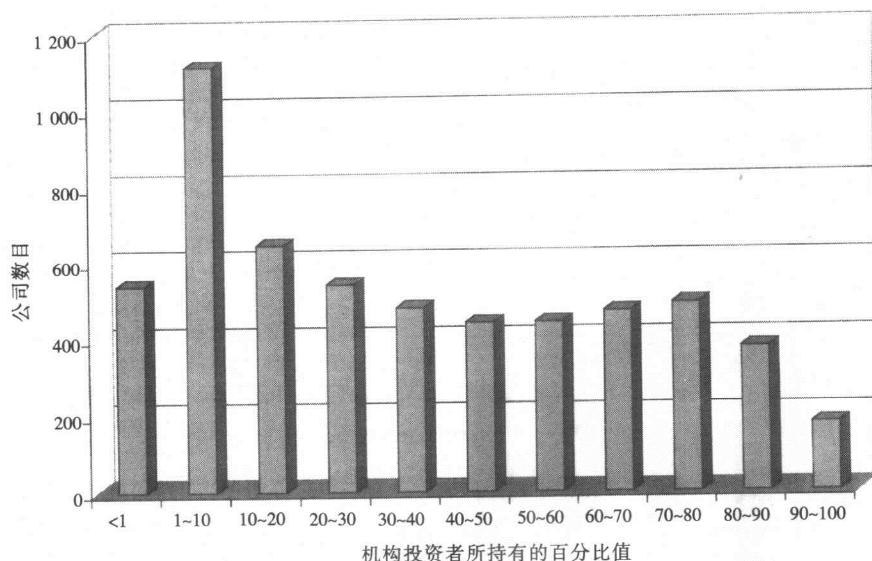


图 9–9 机构性持有占股票的百分比值

注：数据来自于 Value Line。这显示的是机构投资者所持股票的百分比值。它包括了共同基金及退休基金占公司发行股票的百分比值。

及其受纳能力。例如，在 2002 年第 4 季度，有 21 家首次公开发行的证券，其集体市场价值为 37 亿美元。表 9–3 提供了这 21 家公司所属行业的分类。

相比之下，2001 年第 4 季度上市的公司有 26 家，其集体市场价值为 100 亿美元。20 世纪 90 年代末期是股票市场繁荣的鼎盛时期，其间每年都有成百上千的公司上市，其累积市场价值达数百亿美元。

在 2002 年第 4 季度上市的 21 家公司为投资者带来怎样的回报呢？表 9–4 公布了每家公司的上市价格和季度末的价格，并计算了整个季度获利情况。

值得强调的是在首日发行当天购买这些股票并不能为你带来这些利润，因为这些企业当中有一些公司的初始交易价格与发行价格相差很远。例如，表 9–5 列出了上一个表里大部分公司的发行价和首个交易日的最终成交价。

当包销商对首次公开发行证券定价过低时，正如 VistaCare 公司一样，投资者可以从较低定价中获得利润，但发行的公司则会因此损失利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9–3 在 2002 年第 4 季度不同板块的 IPO

板块名称	IPO数目	发行比率 (%)
保险	4	19.00
银行	3	14.30
电脑软件及服务	2	9.50
休闲	2	9.50
健康产品及服务	2	9.50
电脑硬件	1	4.80
房地产	1	4.80
专业零售	1	4.80
金属与采矿	1	4.80
多元服务	1	4.80
能源	1	4.80
制造	1	4.80
金融服务	1	4.80

表 9–4 季度利润：2002 年第 4 季度的 IPO

公司名称	发行价格(美元)	收盘价格(美元)	利润(%)
Dick's Sporting Goods, Inc	12.00	19.20	60
Montpelier RE Holdings Ltd	20.00	28.80	44
Portfolio Recovery Associates, Inc	13.00	18.25	40
VistaCare, Inc	12.00	16.01	33
Chicago Mercantile Exchange Holdings, Inc	35.00	43.66	25
IMPAC Medical Systems, Inc	15.00	18.52	23
Newcastle Investment Corp	13.00	15.97	23
Safety Holdings, Inc	12.00	14.38	20
U.S.I. Holdings Corporation	10.00	11.75	18
Platinum Underwriters Holdings, Ltd	22.50	26.35	17
Taylor Capital Group, Inc	16.50	18.60	13
Commercial Capital Bancorp, Inc	8.00	8.87	11
Natural Resource Partners LP	20.00	20.70	4
Wynn Resorts, Limited	13.00	13.11	1
Constar International, Inc	12.00	11.75	–2
WellChoice, Inc	25.00	23.95	–4
Harrington West Financial Group, Inc	12.00	11.25	–6
Martin Midstream Partners LP	19.00	17.75	–7
Seagate Technology Holdings	12.00	10.73	–11
Cosí, Inc	7.00	5.56	–21
SI International, Inc	14.00	10.81	–23

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-5 首日价格波动——2002 年第 4 季度的 IPO

公司名称	发行价格(美元)	首日收盘价格(美元)	利润(%)
VistaCare, Inc	12.00	15.05	25
Chicago Mercantile Exchange Holdings, Inc	35.00	42.90	23
Portfolio Recovery Associates, Inc	13.00	15.45	19
IMPAC Medical Systems, Inc	15.00	17.72	18
Montpelier RE Holdings Ltd	20.00	23.50	18
Platinum Underwriters Holdings, Ltd	22.50	24.99	11
Dick's Sporting Goods, Inc	12.00	13.15	10
WellChoice, Inc	25.00	27.20	9
Cosí, Inc	7.00	7.60	9
Safety Holdings, Inc	12.00	12.90	8
Martin Midstream Partners LP	19.00	17.70	–7
Seagate Technology Holdings	12.00	11.50	–4
Newcastle Investment Corp	13.00	12.50	–4
Natural Resource Partners LP	20.00	19.40	–3
Constar International, Inc	12.00	11.85	–1

益。由发行价带来的收入与以合适价钱发行所可能带来的收入之间的差额被称为“桌面利润”。表 9-6 总结了上面列出的某些首次公开发行证券的桌面利润。

总而言之，有证据显示，即使是像我们所分析的那种增长缓慢的季度里，投资银行家也还是会对首次公开发行证券定价过低，从而使得至少有一部分投资者能从中获得利润。

私人股权投资

从个体私人股本交易中获得信息比从首次公开发行证券中获得信息要困难得多。你可以通过查看私人股本基金的现金流进及流出来衡量私人股本投资的总体成功。在 2002 年，风险基金投资者在 3 011 个交易中投资的总额为 21.179 亿美元。与之相比，其于 2000 年在 8 221 个交易中的投资总额则超过 2 000 亿美元。表 9-7 总结了 1992~2002 年间风险资本进行的交易。

毫无意外地，风险资金大多数流向高速增长行业的公司。表 9-8 则按行业板块对 2002 年第 4 季度的交易进行了分类。

绝大多数的交易是在软件和科技（包括医药和其他）板块中进行的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-6 错过的获利机会：2002 年第 4 季度的 IPO

发行公司	投资银行	发行价格（美元）	发行进价（美元）	交易价（美元）	交易进价（美元）	利润空间（美元）
白金承销控股有限公司	高盛	22.50	675.90	25.00	751.00	75.10
“好选择”公司	第一波士顿	25.00	346.50	28.50	395.00	48.50
蒙特比利特控股有限公司	摩根士丹利	20.00	190.50	22.00	209.50	19.00
芝加哥商贸控股公司	摩根士丹利	35.00	166.30	39.00	185.30	19.00
威斯塔护理公司	雷曼兄弟	12.00	72.00	13.05	78.30	6.30
投资组合复原合伙公司	威廉-布莱尔公司	13.00	45.10	14.75	51.20	6.10
泰勒资本集团公司	吉非-布鲁耶特-伍兹公司	16.50	45.80	17.75	49.30	3.50
科西公司	威廉-布莱尔公司	7.00	38.90	7.50	41.70	2.80
IMPAC医疗系统公司	托马斯-威塞尔合伙有限责任公	15.00	32.80	16.05	35.10	2.30
迪克体育用品公司	美林	12.00	87.50	12.25	89.30	1.80

表 9-7 风险资本投资：交易的数量及美元价值

年 度	公 司	交 易	投资额（百万美元）
1992	1 065	1 415	3 594.6
1993	955	1 212	3 876.3
1994	992	1 241	4 202.2
1995	1 583	1 902	7 683
1996	2 126	2 660	11 598.2
1997	2 612	3 251	15 548.7
1998	3 495	4 208	21 525.4
1999	4 514	5 686	55 136
2000	6 478	8 221	106 556.5
2001	3 878	4 712	41 296.5
2002	2 495	3 011	21 179

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-8　2002 年各板块的风险资本投资

板　块	公　司	交　易	投资额（百万美元）
软件	183	183	869.3
通讯	79	79	561.8
生物技术	61	61	474.4
医疗设备	57	57	486.1
网络及设备	48	48	467.7
工业/能源	38	38	140.7
工厂服务	33	33	217.7
媒体与娱乐	32	32	142.4
半导体	28	28	242.7
商用产品与服务	27	27	81
电脑及外设	26	26	134
消费产品与服务	18	18	68.4
医疗服务	17	17	98.2
金融服务	17	17	52
零售/分销	16	16	61.6
电子/仪表	11	11	53
其他	1	1	2
合计	692	692	4 152.9

而在早几年前它们就已经倾向对科技行业进行投资交易。

轻度追踪分析的小型企业的投资组合

基于上一节所提供的信息，你可以用以下标准来建立一个适合轻度追踪分析的小型股票的投资组合：

- 市场资本总额取舍点：正如你在图 9–7 里看到的那样，即使是一家市场资本总额上限为 1 000 万美元的公司的收益都超过了 1 000 家公司的收益。鉴于许多市场资本总额较低的公司更可能会陷入财务困境或者发行的股票难以售出，因此要求市场资本总额的最低值为 1 000 万美元。市场资本总额的上限设定为 5 000 万美元，这个限额允许了投资者对这个投资组合设定其他约束。
- 分析家追踪分析度：只有那些不被任何分析家追踪分析的公司才会被考虑选进该投资组合。虽然这看起来很苛刻，但是，（如图 9–8）有足够多的上市公司是不被分析家所追踪分析。
- 机构所有权：如果一个公司的机构所有权超过 5%，那么我们的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资组合将不会考虑这家公司。事实上，小型企业往往机构持有份额较小，这就允许这一强制约束的出现。

- 股价最低值：由于交易股票以不足 1 美元的出售价格可以是昂贵得令人却步的，因此只有那些售价超过 1 美元的股票才会被这个投资组合所考虑。

将这些筛选结合到起来——公司市场资本总额低于 5 000 万美元但高于 1 000 万美元、不被分析家所追踪分析的、机构持有份额少于 5%以及最低价格为 1 美元的股票——得出了一个 122 家公司的投资组合。表 9-9 列出了这些股票。

再仔细分析这个投资组合，你会毫无惊讶地发现其中并没有任何熟悉的名字，因为这些都不是受到广泛关注的公司。然而，这些公司所涉及行业的多样化程度却会让你大吃一惊。与普遍看法相反，这些小型公司的主流并不是科技公司，而是传统手工业和服务业公司。

故事的更多分析

在这一章里提到了关于投资增长较快的、较新兴的公司的 3 个各自独立的投资策略。第一个且可能是风险最小的策略是，投资那些不被分析家广泛追踪分析的小型上市公司。第二个潜在风险较高的策略是，投资那些正处于首次公开上市或之后的股票。第三个也是风险最大的策略是，投资还未上市的新兴的私人公司。对于这些策略，每一个都有可能会成功，但同样地每一个都有其潜在的问题。

小型的不被关注的股票

小型股票持续的溢价引起了人们的许多争论，有人认为研究里看起来像是溢价的那部分是由于公司允许的交易成本和合适风险的评估失败所造成的。虽然不清楚小型股票溢价是否会消失，但是这些争论中确实有一定的事实。

*交易的成本。*投资小型股的交易成本明显高于投资较大型股票的交易成本。较小型股票的买卖差价占股价的百分比也比较高。此外，由于其较差的流动性，小型股的交易对价格造成的影响也比较大。当你买入股票时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9–9 追踪程度较轻的小型公司组合：2002 年年底

公司名称	行 业	公司名称	行 业	公司名称	行 业
American Bio Medica Corp	医疗	Bnccorp Inc	银行	Siebert Finl Corp	金融
B& H Ocean Carriers	航海	Cowlitz Bancorp	银行	Beta Oil and Gas Inc	石油生产
Williams Industries Inc	医药	Canterbury Pk Hldg Corp	旅馆	Encore Med Corp	医疗
Capital Title Group Inc	工业服务	Codorus Valley Bancorp	银行	ASTA Funding Inc	金融
American Ecology Corp	环境	National Sec Group Inc	寿险	Quotesmith.com Inc	工业服务
Educational Development	出版	Chad Therapeutics	医疗	Gredo Pete Corp	石油生产
Merrill Merchants Bancshares I	银行	Big Foot Finl	金融	Greative Host Svcs	食品批发
Wellco Enterprises Inc	制鞋	Elamix S.A.De C.V.CL I	电子	Cardiotech Intl Inc	医疗
Citizens First Finl	储蓄银行	Tag-It Pacific	服装	Amerigon Inc “A”	汽车-贴牌
First Regional Bancorp	银行	Carmel Container Sys Ltd	包装	Boston Life Sciences Inc	药品
Tofutti Brands	食品加工	Halifax Corp	软件	Computer Motion	医疗
Britton & Koontz Capital	银行	1st Fedl Bancorp Ohio	银行	Penn Octane Corp	燃油
BF Enterprises	房屋建造	Abigail Adams Natl Bncrp	银行	Global Payment Tech	金融
Midsouth Bancorp	银行	Barnwell Industries	石油生产	Fountain Power Boat	娱乐
Jameson Inns Inc	旅馆	ML Macadamia Orchards LP	食品加工	Canada Southern petroleum Ltd	能源
COMMUNITY FINL CORP VA	银行	Antenna TV S A	娱乐	Merisel Inc	零售
Guaranty Bancshares Inc Tex	银行	Poore Brothers	食品加工	Magic Software Enterprises	软件
Peoples-Sidney Finl	储蓄银行	Int '1 Remote Imaging	医疗	Netsmart Technologies	软件
Falmouth Bancorp	银行	Aristotle Corp NEW	服装	Century Casinos Inc	旅馆
United Finl Corp Minn	储蓄银行	Boston Biomedica	仪表	Immtech Intl Inc	药品
RGC Resources Inc	燃油分销	Amcon Distributing Co	食品批发	Insightful Corp	软件
Chester Bancorp	银行	Catalyst Semiconductor Inc	半导体	Net Guru Inc	软件
Goodrich Petro Corp	石油生产	Impreso.com	纸业	I-Flow Corp	医疗服务
Capital Environmental Resource	环境	Crystal Systems	特殊化工	Dyntek Inc	软件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	行　业	公司名称	行　业	公司名称	行　业
Elmer's Restaurants Inc	餐馆	Vallev Forge Scientific Corp	医疗	Jacada Ltd	软件
Dwyer Group Inc	多元化	C2 Inc	卡车运输	NEON Systems Inc	软件
Nicholas Financial Inc	金融	Innovo Group	零售	Optibase Ltd	电脑
Lifeway Foods	食品加工	Ameritrans Cap Corp	金融	Mannatech Inc	药品
Annapolis Natl Bancorp Inc	银行	Leather Factory Inc	家居	Cryo-Cell Intl Inc	医疗服务
Laser-Pacific Media Corp	娱乐	Double Eagle Pet & Min	石油生产	DPAC Technologies Corp	电脑
Community Bk Shs Ind Inc	银行	Food Technology Service Inc	医疗	Pacific Internet Limited	互联网
Birmingham Utilities Inc	水务	Navarre Corp	软件	Datatec Sys Inc	通讯服务
Dynamic Materials	建筑	Cohesant Technologies Inc	化工	Dialysis Corp Amer	医疗服务
Energy West Inc	汽油分销	Palatin Technologies Inc	医疗	FOCUS ENHANCEMENTS	软件
Golden Enterprises	食品加工	CECO Environmental	环境	Logility Inc	软件
American First Apt Inv L P	基金	Micronetics Wireless	电子	Certicom Corp	软件
Gallery Of History Inc	零售	Vita Food Prods	食品加工	New York Health Care	健康系统
Sussex Bancorp	银行	American Technology	电子	Ross Systems Inc	软件
VSE Corp	工业服务	Rotonics Mfg Inc	包装	Extended Systems	无线系统
Covista Communications Inc	通信服务	XATA Corp	电子		
Pizza Inn Inc	食品批发	TFC Enterprises	金融		
Transgene SA	药品	TRANS INDS INC	电子		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格往往会升高，而当你卖出时则会下跌，尤其是面对较大型的交易时，表现更为明显。交易成本的差额能不能抵消小型股的溢价呢？这个答案必须取决于你的投资组合的大小和你的投资时间长短。若投资时期较短，交易成本会抵消掉所有小型股票的超额回报。然而，在较长的投资时期内，你可以将成本在较长的持有期间里进行分摊，从而能保持超额回报。一个较大的投资组合可以帮助你降低一定的交易成本（证券行和经纪人的佣金）但却可能增加了其他的交易成本（价格影响）。

关于复制那些被实时观察研究的小型股的溢价所带来的困难所作的生动图解例子里，图 9–10 对一个假定的小型股投资组合所带来的利润回报（CRSP 小型股）与一个对同样的小型股票进行被动投资的小型股互惠基金（DFA 小型股基金）所带来的实际利润回报进行了比较。

请注意，DFA 基金的利润回报一直比假定的投资组合的利润回报少约 2%，这反映出了基金所面临的交易和操作成本。

现在考虑一下表 9–9 里的不被追踪分析的小型股的投资组合。虽然在这个投资组合里只考虑那些售价超过 1 美元的股票，但是在组合中包含了大量的低价股票。在图 9–11 里，投资组合里的股票被按照股价水平进行了分组。

这个投资组合里，大概 2/3 的股票以低于 5 美元的每股价格成交，处于交易成本趋向上涨的水平。事实上，如果你只投资成交价在 10 美元以上的股票，那么你投资组合里的股票数目将减少大约 80%。

*流动性考量和风险评估的失败。*许多揭示小型股溢价的研究以常规风险和回报模型来衡量和控制风险。这些模型完全有可能低估了小型股票的真正风险。因此，小型股利润也许真实反映了融资中的风险和回报模型的失败。与小型股相关的额外风险可能来自于几个方面。首先，评估小型公司的风险参数所带来的风险远比大型公司的风险参数评估的要大。小型股溢价可以说是这项额外评估风险的报酬。其次，投资小型公司时可能会产生更大的流动性风险。该风险（在上节提到的，它对更高的交易成本亦负有部分的责任）并没有体现在常规风险和回报率模型中。

衡量股票流动性的一个标准就是股票的交易量。在这个衡量标准里，你可以看到被轻度追踪分析的小型股比市场其余的股票的流动性更小。在图 9–12 中，将小型股投资组合里的股票与市场其余股票在过去 3 个月、6 个月和一年期间的交易量进行了对比。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

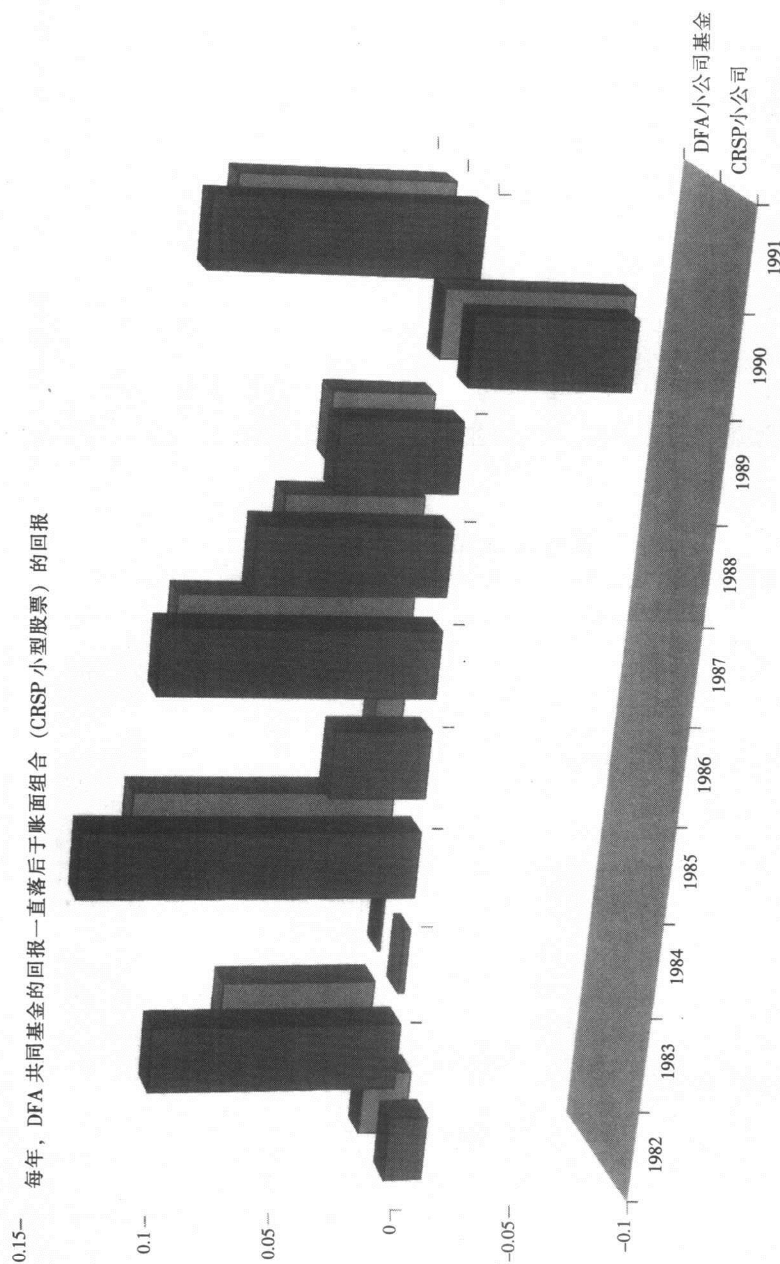


图 9-10 CRSP 小型股票回报与 DFA 小型股票基金回报

注：数据来自于 Morningstar & CRSP。这里公布了 DFA 共同基金及 CRSP 假定的小型股票的每年回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

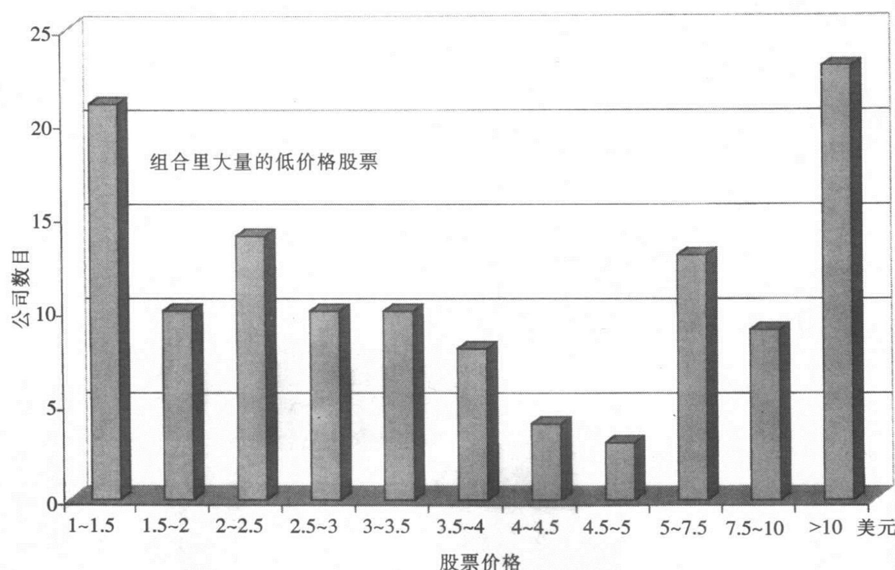


图 9–11 小型股组合里的股价

注：数据来自于 Value Line。这里公布了各个股价等级的的小盘股票数目。

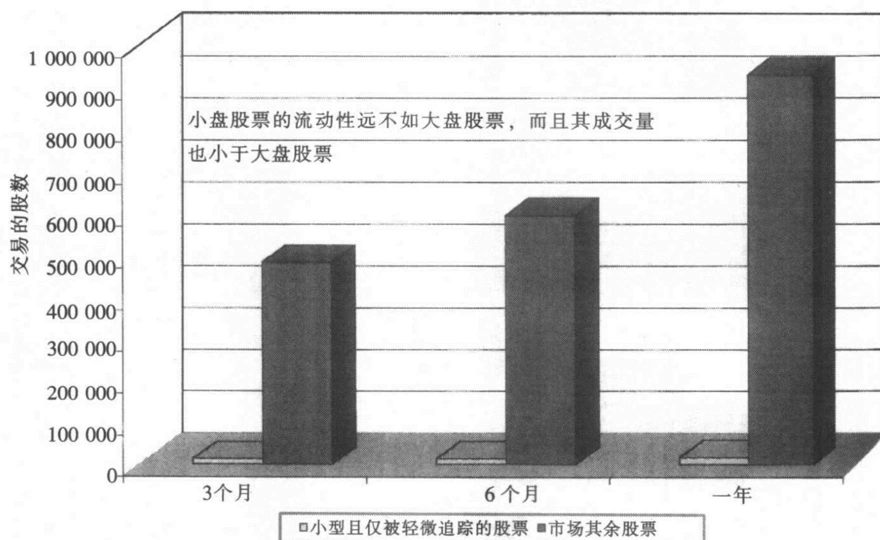


图 9–12 成交量：小盘股票与市场其余股票

注：数据来自于 Value Line。这里显示的是小盘股票与市场其余股票的平均成交量，它以交易股数表示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以清晰的看到，无论是根据发行股票的数量还是美元成交量来衡量，其成交量都是相当少的。即使是小规模的下单都可引起股价的变动，从而减少任何潜在的回报。

假设你决定筛选小型股投资组合以最小限度地交易且仅投资那些年交易量超过其所发行股数的公司。通过筛选，可以减少你的投资组合大约50%的公司数量。事实上，将这个筛选与股价超过 5 美元的股票这一要求结合起来，将会减少这个投资组合里股票数，由 122 家公司减少到 25 家公司。

信息风险的暴露。 投资不受分析家注意且不受机构广泛持有的小型公司的这一投资策略可以使你暴露在信息风险之下。你会更多的依赖你所投资的公司为你提供以期获得信息，而且你将无法得到来自分析家对这些公司弱点的调查以及分析家们对这些公司未来可能出现的突发意外做出的警告和建议。

这个信息风险会如何自我显示出来呢？你很可能会看到不被关注的较小型公司对于收益及股利公布而产生的价格反应会比受广泛注意的公司要大。可以在图 9-13 中清楚的看到，在表 9-9 中列出的不受关注的小型公司在 2001 年每季收入公布所造成的反应中其价格变化（升或降）的百分率用图像表示了出来，并与采用了同样测量标准的标准普尔 500 指数进行了比较。

关于这幅图，必须指出两点。第一，这些数据反映的是价格变化的大小。换言之，该图像表示对于不受关注的较小型公司你更可能会看到因收益公布而造成的较大的价格变动，但是它并没指出该价格的变动方向，这些公司的股票很可能会大幅上涨也可能会大幅下跌。第二，小型公司价格的百分率变动可能会向上走，因为这些公司的股价同时也比较低。

你将如何筛选这项风险呢？你可以通过费时乏味的工作——查看样本中的每家公司在过去的收益公布后的股价反应作为参考，然后只选择价格反应较缓和的股票进行投资。一个无需过多技巧但又不那么繁琐的减少你风险暴露的方法就是只投资收入稳定增长的公司，假设这些公司不会让你觉得意外。

首次公开发行证券

如果你着眼于以发行价投资首次公开发行证券可以获得的平均回报，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

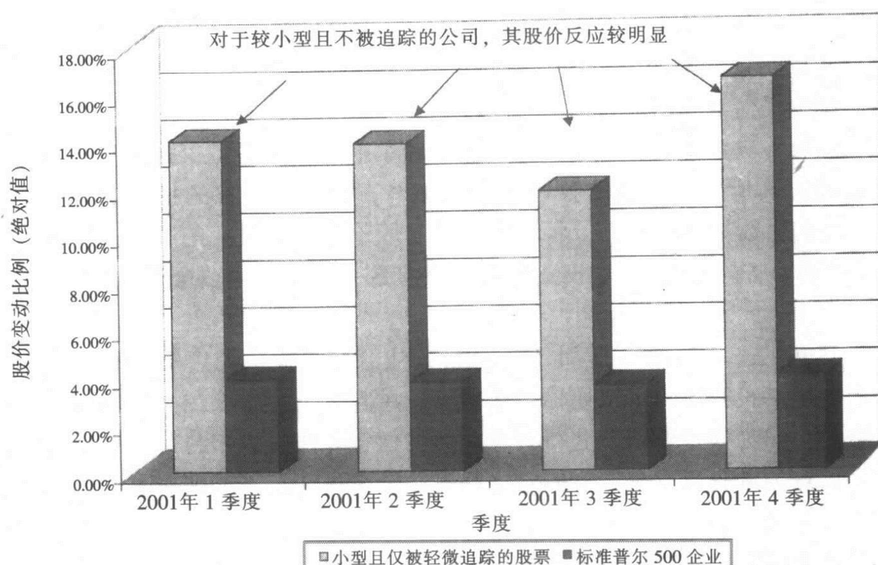


图 9–13 价格对盈余报告的反映

注：数据来自于 Compustat & CRSP。这里显示的是在盈余报告日股价变动的绝对值比率（可能是上涨或下跌）。

那么投资首次公开发行证券的这一策略看起来就很有用。然而，这其中有两个问题。第一，分配过程偏向定价过高的股票发行而偏离定价过低的股票发行，在前者情况下，你可以得到所有你认购的股份，而在后者情况下你所获得股票远少于你所要的股数。第二，首次公开发行证券的市场经历由热到冷的阶段——许多首次公开发行证券在某些年份相对其他年份会不那么被关注。如果你依靠首次公开发行证券来决定你投资组合的大小，那么你会发现在后期的选择会很少。

分配过程。 如果首次公开发行证券平均地都定价过低的话，那么大量认购首次公开发行证券就会是一个明显的投资策略，并可以在这些股票的分配基础上来建立一个投资组合。然而，在研究中你可以看到，分配过程中存在一个偏差可能会使得这个投资策略无法赚到额外的利润。如果你订购了首次公开发行证券，你被分配到的股数将会取决于股票是否定价过低以及被低估了多少。如果定价过低得相当厉害，你就只能获得你所要求股票的一小部分。另一方面，如果股票定价合理或者定价过高，你将可以得到你所求购的全部股票。因此，在你的投资组合中，对于被定价过低的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票，你所能买得的股票要远少于你期望买到的股数，而对于定价过高的股票你买得的股票数会多于你想要买的数量。如果你考虑购买 2002 年最后一个季度首次公开发行证券的 21 家公司的股票，你就会看到这样的情况。如果你购买了每家公司价值 10 000 美元的股票，那么有 5 家公司你将会分配到所有你要求的股数，因为它们的发行价要高于市场价格。在其余的公司里，你只能得到比你要求的要少的股数，就像 VistaCare 公司，它是分配最少的一家公司，因为它的过低定价是最突出的。

有两个方法可以使你赢得这场分配游戏。第一个就是，成为有偏差的分配系统中的受益人，在这里投资银行家会因较低定价发行而给予你较你所求购的更多的股票。虽然这在美国是不合法的，但是在世界上其他许多国家中这是合法的。第二个，也是比较合法的一个方法就是，发展一个分析系统，使得你可以利用在招股认购书以及其他证券交易委员会要求的相关文件里包含的公众信息来区分过低定价或过高定价的股票发行。那样你就可以专门认购那些你已判定是估价过低的股票。如果你判定得相当准确，那么在所有的首次公开发行证券中，你所得出的最终投资组合将会与假定的投资组合相当接近。

首次公开发行周期。首次公开发行证券会随着总体市场而衰落或上涨。有一些时期，市场上充斥着许多首次公开发行证券，而有些时期则几乎连一个首次公开发行证券都没有。例如，形成对比的是，在 20 世纪 90 年代的最佳时期很多公司以惊人的速度上市，而到了 2001 年，上市数量则急剧减少。此外，不管在任何时期，首次公开发行证券往往都集中在常见的行业板块。例如，在 1999 年期间首次公开发行证券的大部分都是新生的科技公司。这对于专门投资首次公开发行证券的投资策略造成了两个问题。第一，在繁荣时期，你的投资组合不会是多样化的，而且会对当时任何一种热门行业的股票过度重视。第二，会有很长的一些时期你将找不到任何股票来进行投资，因为当期仅有很少或者根本股票没有上市。

一个对首次公开发行证券的调查，总结了自 1960~1996 年每年发行的股票数量以及那些股票的平均初期回报。其结果显示在图 9-14 中。

请注意，在 20 世纪 70 年代早期，发行股票的数量下跌至几乎为零，同时股票发行的利润也随之下跌。在那个时期，一个集中关注首次公开发行证券的投资组合经理会很可能会因而歇业。

在 2002 年第 4 季度的股票发行数量举例说明了首次公开发行证券的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

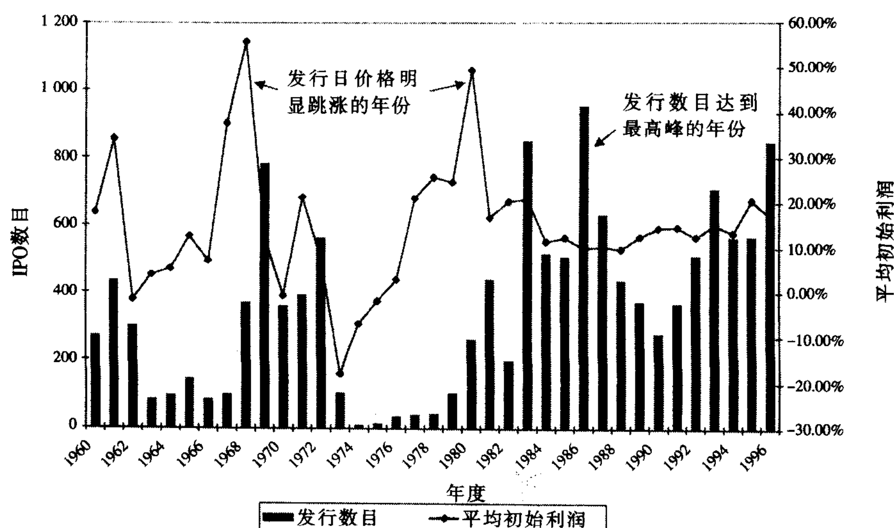


图 9-14 IPO 数目及平均初始利润

注：数据来自于 Ritter。这里公布了每年的公开发行数目及首个发行日的利润。

周期。那个季度上市的 21 家公司，相比 1999 年第 4 季度上市的 178 家公司，其上市公司数量出现了戏剧性的下跌。同时，对行业的关注变化也是相当突出的。在 1999 年第 4 季度有 75%的股票发行是科技公司，而在 2002 年的第 4 季度则仅有一家科技公司进行首次公开发行证券。

私人公司

当对私人公司进行投资时，你会发现上节列出的许多小型公司策略的问题就会凸显出来。

- 交易成本和流动性：私人股本投资所产生的交易成本非常高。你不只是要对你潜在的股本投资付出相当的努力，约见经理并衡量他们的计划，而且当你退出这些投资时，你还必须承担相当高的成本。如果你改变主意想要退出一项最近进行的投资，你会发现，在那个投资里，你得到的远比你付出的要少。
- 信息风险：对于小型公开上市公司，小型私人公司可以隐瞒重要的信息。如果你作为一个私人股本投资者，不做准备功课的话，那么你所不知道的情况将可能会轻易地对你造成严重的损害。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于私人股本投资和风险资本投资，另外有一点值得提出的是，即使是整个行业所公布适度的平均回报，也是被少数获得较高回报的投资表现所推高的。许多私人股本投资和风险资本投资都导致了失败，而其中位数（而不是平均回报）也预示了这个趋势。例如，自 1997~1999 年的繁荣期，大家普遍认为私人股本投资在那些年份里表现得不错。在 1999 年，私人股本投资的加权平均内部回报率为 119%，但是那年的回报中位数只是 2.9%。同样地，在 1997 年和 1998 年的回报中位数也远远落后于平均回报水平。

随着自 2000~2002 年股票市场的不景气，私人股本和风险资本的投资机遇也逐渐减少。这种现象可以部分解释为当年经济的委靡不振。然而，它也展示了私人股本投资者在一个动荡的股票市场上的依靠——私人股本的最高回报来自于那些能够上市的公司。

投资者的教训

当你投资不被关注的小型公司、首期公开发行证券以及私人股本投资时所面临的问题通常是非常相似的，尽管它们的问题程度可能有所不同。尽管你无法避免这类公司的投资策略的风险，但是你可以屏蔽掉一些明显的问题。

如果你正在建立一个不受关注的小型股投资组合，以下是一些值得考虑的筛选条件：

- 小型但是不要太小：如果你想投资小型公司但又希望避开可能会被摘牌的微型公司，你应该设定一个市场资产总额的上限和下限作为筛选条件。例如，你可以对市场资产总额为 1 亿美元以下、但在 1 000 万美元以上的公司进行投资。随着你的投资组合的增大，你可能需要修订这些筛选条件，提高公司市场资产总额的上限和下限来来满足你的需求。
- 流动性和交易成本：对流动性最简单的测试就是股价水平（最低价格为 5 美元是一个很好的标准）和成交量（超过发行股数的年成交量）。另一种可供选择的衡量流动性的方法是浮动——真正可购的股份占发行股票百分比率。你可以限定自己仅购买具有可以使交易变得轻松的一定浮动程度的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 价格屏蔽：如果投资小型公司的争论是因为它们比高度追踪分析的较大型公司更可能会被错误估价，那么你应进一步筛选，以确认你最终买进的是低估价值对多的那些公司而不是那些被估价过高的公司。将之付诸实际应用的一个简单方法就是，仅投资那些市盈率低的公司，例如，你可以限制那些股票的市盈率必须低于10。

符合所有这些标准的18家公司的投资组合——市场资产总额高于1 000万美元但低于1亿美元、股票价格至少为5美元、年度成交量超过发行股票的数量以及市盈率低于10——列出在本章的附录上。

如果你考虑投资首次公开发行证券，至少有以下这些是你应该做的：

- 玩好分配游戏。赢得首次公开发行证券这个游戏的关键就是，获得更多的被过低定价的首次公开发行证券，并且减少或拒绝被过高定价的首次公开发行证券。假定你将不会获得投资银行的优先分配，这不止要求你必须了解这些公司的招股书，而且还要求你尝试对这些公司进行初步的评估。
- 考虑将这个策略和另一个更为多元化的策略结合使用。因为一个投资首次公开发行证券的策略可以使得在较少或没有首次公开发行证券的年份之后变成发行繁荣的年份，而且因为即使在好的年份，股票发行往往集中在几个行业板块里，你也许想要将这个策略与另一个更为多元化的策略结合到一起。例如，你可以将投资组合的75%定在不受关注的小型上市公司，而另外的25%定在首次公开发行证券。
- 学会自制。首次公开发行证券的证据表明，在首次公开发行后的任何价格的抬高都会被你的持股过久而浪费殆尽。事实上，如果你在首次公开发行后还长期（超过一年）持有这些股票，你将不会从中获得高额利润。

如果你对私人股本和风险资本感兴趣的话，你首先必须清楚：你不可能以一个单独的投资者的身份直接进行这种投资。你必须选择一个接受你投资的私人股本资金——大部分私人股本资金都有很严格的最低投资限制。选择私人股本资金时，你应当考虑其以往的表现——一个良好的记录会显示出这个资金选择了正确的公司来投资——以及风险，高风险资金可以很快的从成功发展到危险。最后，在你的投资中，应该预期会付出更多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的管理费用和开支，以及各种强加的约束。

结 论

对未被挖掘的珍宝——其他投资者尚未发现或者忽视的交易——进行投资的吸引力成为了这章所有投资策略的基础。投资不受关注的小型公司的策略对单独的投资者来说是最容易采用的。通过将你的钱投资到机构持有量较少、不被分析家关注的小型公司，你可能会获得较高的利润。这些较高利润是否能弥补这些股票的较高风险——它们流动性较差而且信息也无法自由地利用，又或者额外的利润是使用这个策略的投资者必须回答的关键问题。如果你能够关注到那些交易成本较低且具有更稳定收入的价格并且股票价格有吸引力的公司，那么你成功的几率会大大改进。

一个更冒险的策略就是投资正在上市的公司，在其首次上市发行时为这些公司的股票出价。虽然经验数据证明这些股票通常都被定价过低（低至大约 10%~15%），但是这个策略仍有 3 个问题。第一个是，在被估价过高的公司里，你也许能买到你要求的所有股份，而在估价过低的公司则只能买到少于你所预期的股数。因此，你的最终投资组合将赚得的利润会比经验证明预计的要少。第二个问题是，只投资首次公开发行证券的策略必须是短期的（几乎所有价格的跳动都发生在交易首日，而且如果你持有太久，利润会消失），而且投资组合里结果往往会过于集中在一些热门的行业（例如 1999 年的科技业）。最后，一年内的首次公开发行证券的数量会反映出市场的状态，在熊市时大跌而在牛市时高涨。作为一个投资者，你很有可能在市场不景气时找不到任何公司去投资，而在市场火暴时又面临着太多可选择的股票而无从下手。

这章讨论的最具风险的策略就是投资上市前的公司，然后培养它们发展到可以被并购或上市的程度，到那个时候，你就可以兑现你的投资并从中获利。这就是私人股本投资者和风险资本投资者所做的事情。因为这个策略要求会筛选企业（你必须考查私人行业从而决定投资哪一个）和进行实时监督（确保你对公司的投资没有被浪费），这超出了大部分独立投资者的范围。有的私人股本资金和风险资金拥有相应的资源对投资进行筛选和监督，但是它们的成功是不定的。用相对少的资金赢得较高的回报，而且这些资金能否维持它们的成功还是未知数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附表：轻度追踪的小盘公司：2003 年 1 月

公司名称	股票代码	行业名称	股价（美元）	12个月的拖曳市盈率	市价总值（百万美元）	机构持有（%）	成交量
American Community Bancshares	ACBA	银行	8.30	10.80	25.00	1.06	1 200
ASTA Funding Inc	ASFI	金融服务	14.91	6.60	64.10	3.06	3 800
B & H Ocean Carriers	BHO	航海	7.11	2.90	29.10	0.32	100
BFC Financial Corp	BFCFA	金融服务	5.25	4.90	44.80	0.86	1 100
Britton & Koontz Capital	BKBK	银行	14.61	9.50	30.40	4.59	100
Community Bancorp Inc	CMBC	银行	9.20	12.00	34.40	1.73	5 600
Crescent Banking Co	CSNT	银行	16.90	4.00	37.60	2.59	400
ECB Bancorp Inc	ECBE	银行	19.51	12.00	38.80	0.72	1 300
F.M.S.Financial	FMCO	储蓄银行	12.73	10.80	85.60	1.39	200
Hungarian Tel & Cable Corp	HTC	通讯服务	7.90	8.00	89.70	0.62	2 700
Monarch Cement Co	MCEM	水泥	18.15	9.30	75.50	3.73	400
NORTECH SYST	NSYS	电子	6.85	7.50	18.60	3.56	9 700
Pelican Financial Inc	PFI	银行	5.72	2.40	25.50	3.98	100
RGC Resources Inc	RGCO	天然气	19.49	11.90	38.00	3.06	900
Security Cap Corp	SCC	零售	6.50	11.30	46.40	0.1	2 400
Thousand Trails Inc	TRV	娱乐	9.20	5.70	63.20	4.3	800
Washington Savings Bank FSB	WSB	储蓄银行	8.93	11.90	40.10	4.09	2 300
WVS Financial Corp	WVFC	储蓄银行	15.94	9.50	41.70	1.24	500

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 10 章 合并和回馈：收购公司

龟 兔 重 逢

彼得是一个缺乏耐心的人。他的投资组合里满是可靠的股票，发展缓慢但是每一年都很稳定，可以得到足够的利润，可是彼得对此并不满足。当他浏览有关所持股票的新闻期刊时，发现每天制造新闻的公司是通过收购来发展的。这些公司在富有传奇性的执行总裁的领导下以几何级的速度发展，收购他们的竞争对手，并开展新的不同的业务。看到这些资料，彼得受到分析家和他们有力的策略的打动。他厌倦了所持有股票的公司固定的管理模式，于是他卖清了现有的股票，大力投资制造这些新闻的收购公司。

经过几个月，他的策略看起来正在赚钱。公司则继续公布在收入方面惊人的增长速度，在分析家不断的强烈推荐购买的情况下，它们的股票价格超过了市场值。麻烦始于其中一家公司关于重述账目的新闻故事，事实发现它的收购事项没有被合适地入账说明，而且公司上一年的收入也经过调整得出呈下降趋势。毫无意外，它的股票价格开始下跌，不过真正使得彼得的投资组合受到了损害的是由此引起的其他公司的连锁反应。在他投资组合里的许多公司在陷入麻烦时都运用了同样的会计技巧，一时间到处都充满了账目危机。随着这些公司股票价格的骤然跌落，企业的行政总裁们从英雄变成了罪魁祸首，而不久前还对这些公司充满乐观的分析家们则开始了猛烈的抨击。在这些经历中，彼得既感到悲哀又从中吸取到了教训，他卖掉了这些股票而重新将资金投资到单调沉闷的公司上。

这则故事的寓意是：缓慢和稳定击败了草率的发展。

公司要发展并不是一件容易的事。如果一家公司要迅速发展，它不但必须要找到很多新的投资，而且这些新的投资还必须能快速回收。急于发展的公司并不想花长时间等待资金回收的实现。于是，它们设法通过收购其他公司来获得发展。它们可以通过发行新股票来筹集收购资金，因此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以进行多少次收购或是它们的发展能有多迅猛，尤其是在活跃市场里，是没有实际的限制的（而不像市场那样有着承受的限制）。采用这个策略的小公司可以很快地发展成为大公司，而且在这发展过程中，可能会使得它们的投资者变得富有。

收购是一件大新闻事件，并会在财经新闻中有大幅报导。收购的宣布会引起价格动荡，毫无意外，自然会有针对收购的投资策略。有些投资者将赌注押在了收购上，希望依靠收购后的发展和其他相关的利益（例如协同效应）来取得高利润。其他的投资者则设法通过在收购宣告发布前或者发布后投资目标公司来赚钱。在这章里，你将会看到这两个策略的潜力和其中的危险。

故事的核心内容

对于投资收购其他公司股份的公司或是投资被收购的目标公司，人们有着不同的争论。首先评价对投资收购公司的争论。

- 迅速发展的方法：投资小公司。过去 40 年来，特别是上 10 年，像世通（WorldCom）、泰科电子（Tyco）和思科（Cisco）这些公司都采用了针对收购而建立的策略来加速发展。世通是一家小型的电信公司，当它在 20 世纪 90 年代末期收购比它大几倍的 MCI 公司时，证明了公司的大小对收购来说并不是阻碍。泰科电子公司则在不同的业务范围进行收购，迅速扩张了其联合业务，并在同一时期改变了其公司的性质。最著名的是，在 20 世纪 90 年代早期，思科还是一家小公司，然而在 1999 年，它迅速发展成为世界上市场规模最大的公司，其市价总值接近 5 000 亿美元。在这期间，对这 3 家公司进行投资的投资者从中赚得了丰厚利润。
- 高增长是廉价的（至少在你的会计报表里是）。要了解为什么投资者会被进行收购的公司所吸引，首先你必须认识到大多数的投资者喜欢看到收入的增长，他们并不关心该增长是来自内部投资还是来自收购。你还必须进一步了解在会计报表里企业是如何处理收购账目的。如果会计规则允许公司以公布较高档收入及收益但却隐藏（至少一部分的）收购成本的形式来反映收购后引发的增长为公司所带来的利润，那么，毫不奇怪地，发起收购的公司在账务层面来看必将是非常漂亮的。对资本（至少在财务报表上的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

核算上）的少量额外投资，就可以使得收益与收入的大幅度增加。在美国，有几十年的时间里，企业若符合一定的条件是可以使用“聚集法 pooling”对收购进行会计处理的。如果一项收购符合聚集法约定的条件，那么只需在资产负债表上公示被收购的公司资产的账面价值，而不需要显示由收购价格所反映的市场价值。因此，如果用 100 亿美元买下一家账面价值为 10 亿美元的公司，那么在资产负债表上显示的新资产则为 10 亿美元（账面价值），其余的 90 亿美元就会消失并躲进脚注里。

■ 行政总裁是天才。通常你可以在收购公司里发现的一个普遍形象，那就是高姿态的行政总裁，就像世通公司的 Bernie Ebbers、泰科电子公司的 Dennis Kozlowski 和通用电气公司的杰克·韦尔奇那样，有着自我推销的天赋。这也成为了向投资者们推销购买这些公司股票的第二个理据。人们会告诉你，这些行政总裁是收购游戏里的天才，经常以低价收购其他公司，然后使它们转亏为盈，并从中赚得巨额利润。那么投资目标公司又是如何呢？毕竟，你在收购行为中见到的真实的价格冲击是来自被收购的公司而不是进行收购的公司。毫无意外的是，针对目标公司建立的策略声称找到了在公告发布前鉴别出这些公司的方法。

■ 私人资源：当然，最普遍的股票推销广告词就是私人（或可靠的）资源提供了一项即将发生收购的消息。如果这是真的，那么几乎可以确定这是违法的，因为任何拥有这些信息的个人（公司雇员或者涉及交易的投资银行家）将会被证券投资委员会归类为内部人员。如果广告词是假的，那么你听到的只不过是市场上的另一条谣言而已。

■ 分析模型：有些投资者认为可以利用分析方法或者度量标准来鉴别潜在会被接管的目标公司。这些度量标准的范围可以从交易量的忽然增加（表示有人在累积大量的公司股票）到经营基本面（低市盈率和拙劣的管理）。虽然并不是每个潜在目标都会被接管，但是，就算是你投资的公司里只有一部分确实被接管你仍然可以获得高额的利润。

其他的投资者则满足于挑战性略低的策略，即投资那些已被确定为收购目标的公司，期望通过最终交易定价或者投标战（两个收购者之间）来赚钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理论基础：收购及收益

如果一项收购创造了收益，那么在交易后，收购与被收购公司的股票持有者就有可能赚到令人满意的利润。然而，就算一项收购能够创造收益，那么收购公司的股票持有者和被收购公司的股票持有者之间的收益分配将会着重取决于收购的价格。如果一家收购公司花费了太多金钱购买目标公司，那么相对于收购创造的收益，它的股票价格就会下跌，但是目标公司股票持有者就会获得相应的利润。

收购与收益创造

一家公司收购了其他公司以后能不能创造收益呢？虽然带着怀疑的观点去看待这个问题，至少在理论上，你可以发现收购与合并能够增加收益的方法。一家公司可以收购被市场估价过低的公司，并利用市场的这一错误所带来的优势，从而扮演了一个精明的投资组合经理的角色。通过协同效应的产生，收购可以发挥作用，这在收购行动中是经常被用到的一个原理。最后，一家公司也可以通过购买管理差和运作差的公司使它们转亏为盈来创造收益。在这节里，对这些收益创造的每一个动机都进行了阐述。

收购估价过低的公司。 如果市场在为公司定价时发生了错误，那么一个收购者就可以用相对便宜且被人信服的价格购买一家公司。然后收购者可以从公司真实价值和收购价的差额中获得利润。然而，要使这个策略发挥作用，必须满足3个基本条件：

- 具有寻找交易价比真正价值低的公司的能力：这个能力需要有可以获得更好的信息的方法，这些信息要比市场上其他投资者得到的有用信息更有利；或者比其他市场参与者所使用的更好的分析工具。
- 有获取完成收购所需资金的途径：意识到一家公司是否估价过低并不意味着就拥有完成收购所需的资金。获得资本的途径取决于收购者的规模——大型公司在资本市场上和内部资金中集资的途径比小型公司或者私人要多——以及取决于收购者的业绩记录：过去成功鉴定及收购低价公司的历史会使以后的收购变得较为容易。
- 执行能力：如果收购者在收购过程中使得股票价格上升并超过评估价值的话，那么在收购行动中将不会获得收益。举例说明，假

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定一家公司的评估价值为 1 亿美元，当前的市场价格为 0.75 亿美元。在收购这家公司时，收购者还必须支付溢价。如果溢价超过市场价格的 33%，那么整个价格就超过了评估价值，而这样的收购将不会为收购者带来任何收益。

运用购买低价公司的策略对直觉的要求很高，这确实使人畏缩，特别是在收购在效率市场上市的公司时，市场价格溢价将会迅速地消除估算盈余。收购较低效率市场的公司或者收购私人公司的可能性会比较高。

创造营运或财务协同效应。 作为解释大多数收购中出现的大额溢价的理由，最普遍的一个就是协同效应。协同效应是指两家公司合并后的潜在额外价值。协同效应可以来自运作方面或者财务方面。

营运协同效应是指那些允许公司增加营运收入或者扩大发展的协同效应。你可以将营运协同效应分为四类：

- 由合并而带来的规模经济，使合并的公司变得更有成本效益及盈利性更高。如果同一行业的两家公司合并成为一个更大的公司，这种规模经济就更有可能发生。
- 更大的定价能力来自于竞争的减少和市场份额的增加，这可以在更高的利润及营运收入中体现出来。要使这些情况发生，合并产生的公司就必须减弱和打破行业中的竞争。
- 不同职能优势的结合，当一家具有强大销售能力的公司收购一家具有良好生产线的公司时，就会产生这样的情形。我们可以粗略地认为合并后的公司会保持这两种能力优势，并将它们运用在新的业务中。
- 在新的或现有的市场上的高增长，来自于两家公司的合并。例如，当一个美国消费产品公司收购一家具有既定销售网络和商标名称认可的新兴市场公司时，可以运用这种能力来增加产品的销售。

营运协同效应能够提高利润率和预期增长，通过这些可以增加在合并或者收购中的公司的收益。

通过财务协同效应，盈利可以以更高的现金流转或者较低的资产成本的形式出现。包含在以下几个方面：

- 一家拥有额外现金或者宽松现金（但项目机会有限）的公司和一家拥有高利润项目（但缺乏现金投资）的公司，两者的合并可以使得合并后公司产生更高的收益。收益的增长来自于闲置的额外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金所进行的投资。当大型公司收购小型公司或者上市公司收购私人公司时可能会出现这种协同效应。

- 可以提升借债能力，因为当两家公司合并时，它们的收入和现金流转会变得更稳定和更可预知。比起作为独立的实体，这种转变可以使它们借到更多的钱，并为合并后的公司带来税收方面的好处。这种税收好处既可以使合并后的公司具有更高的现金流转能力，又可以使公司具有较低的资本成本。
- 税收利益的产生既可以归因于收购利用了税法的有利因素，又可以归因于通过利用损失来掩藏收入。因此一家有盈利的公司收购一家亏损的公司时，可以利用后者的损失来减少它的税收负担。

显而易见地，在许多合并中都可能存在协同效应。而重要的问题是，协同效应是否可以被估价？如果可以的话，又该如何评估它呢？

接管经营差的公司和改变管理方法。 有些公司管理不佳，而其他收购者通常认为他们可以比现任经理更好的经营该公司。收购管理不善的公司，撤换现任经理，或者至少改变现有的管理方针和手法，这样应该可以使得这些公司变得更值钱，从而使得收购者能兑现这些价值的增长。这种价值增长通常被称为管理价值。

尽管这个说法可以用来为超过市场价格的高额溢价提供说辞，但是该说法是否有效可行则与以下方面息息相关：

- 被收购公司的拙劣表现应该归因于公司现有的管理方式，而不是不受管理控制的市场或者工业因素。
- 收购后必须对管理常规有所改变，而且这种改变必须能提高价值。提高价值的作用可以提高现有资产的现金流转和预期增长，或者减少资产成本。
- 收购的市场价格应该反映现状，也就是说，反映出公司现有的管理方式和它们比较差的业务。如果调节溢价已经是市场价格的一部分，那么收购者就有可能无法赚到这些溢价。

在过去的 20 年里，企业管制已日益成为敌意收购的一个理由了。

收购和利益分配

收购可以是善意的或者敌意的事件。在一个友好的收购里，目标公司的经理对收购显得十分欢迎，甚至有些还期盼着获得收购。而在一个敌意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收购里，目标公司的管理人员并不想被收购。在收购前，收购公司提供了一个比目标公司市场价格更高的价钱，并怂恿目标公司的股票持有者以这个价格出让他们手中的股票。

无论是在友好收购还是在敌意收购中，收购价和收购前的市场价的差额被称为收购溢价。在合并的概念里，收购溢价就是收购公司为每一份目标公司的股票所付出的价钱。这个价格通常都是由收购公司和目标公司的经理经过磋商决定的。在一个股份收购里，它是收购公司得到足够股份后得以控制目标公司的价钱。如果有其他公司竞价投标同一个目标公司，或者没有足够的股票持有者愿意接受初期价格时，这个价格可能会高于收购者提供的初期价格。例如，在 1991 年，AT&T 最初提供了 80 美元每股的价钱来购买 NCR 公司的股票，这个出价比当时的股票价格高出了 25 美元。最终 AT&T 公司付出了 110 美元每股的价钱来完成收购。最后可以得出收购付出价和被收购公司资产的账面价值之间的对比。这个对比差额将会以商誉的形式记录进收购公司的账表上，并会在后续年度被摊销。图 10–1 将收购价格分解成了几个组成部分。

作为一个收购公司的股票持有者，在收购行动中，你最终的获利或者损失不仅仅取决于收购是否创造了收益，而且还取决于付出了多少钱给被收购公司。了解这点的最容易的方法就是将收购当成一个大型的计划。如

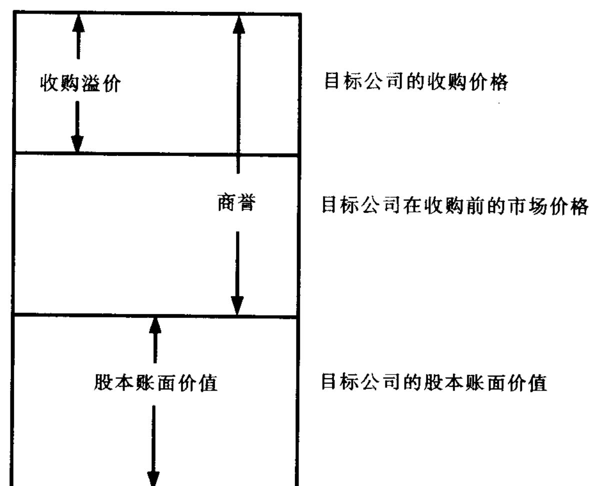


图 10–1 收购价格的分解

注：市场价格及账面价值之间的差额通常被归类为商誉。然而，在某些情况下，是允许收购者在收购的时候对目标公司的商誉进行冲销的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果一家公司为一项计划投资了 1 亿美元，但在投资中只收回了 9 000 万美元，它的价值将会降低 1 000 万美元。如果一家公司收购另一公司在现金流（包括上一节列出的协同效应、管理和其他利益）中付出的价钱比收回的要多，那么它的价值同样会因为超支而降低。

参考一个例子，市场价值为 3 000 万美元的 A 公司决定购买市场价值只有 2 000 万美元的 B 公司，而且它相信可以从协同效应中获得 500 万美元的收益。如果 A 公司能够以低于 2 500 万美元的价格收购 B 公司，那么两家公司的股票持有者都会从收购中赚到利润。如果收购价格为 2 500 万美元，那么 A 公司的股票持有者既没有赚到利润也没有损失，而 B 公司的股票持有者将会获得协同效应带来的所有收益。如果 A 公司以高于 2 500 万美元的价格收购 B 公司，那么 A 公司的股票价格将会因为超额支付而下跌，B 公司的股票持有者则获得相应的收益。

查看证据

在这节里，你首先会看到一个关于收购宣告在收购当天会对目标公司和收购公司的市场价格带来怎样影响的分析，然后将会看到收购公司收购后的表现（运作和股票价格）。

收购日

收购带来的较大价格变动会在宣布收购当日、而不是几个月后发生收购的时候发生。然而许多收购中要注意的事项都集中在目标公司，如果不是这样，收购公司发生的事情会很有趣。

目标公司。有证据显示目标公司的股票持有者是收购行为中的绝对赢家——他们不仅在宣布收购时赚得高额利润，而且在宣布前几个星期就已开始获利。在 1983 年，一项对 13 份关于接管宣布时产生的利润的研究回顾表明，目标股份持有者在成功的股权收购中获得的平均利润为 30%，而在成功合并中获得的平均利润为 20%。在 1988 年一项对 1962~1985 年期间完成的 663 宗股权收购的调查中发现，20 世纪 60 年代的平均溢价为 19%，70 年代为 35%，1980~1985 年间为 30%。图 10-2 举例说明了典型目标公司在收购中的价格行为，分别是收购宣布前 10 天、宣布当日和宣布 10 天后。

请注意，由收购引发的溢价中有大约一半已经在收购公布时被归并到价格里了。这说明收购的消息在传达到市场前已经被泄露给某一些投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

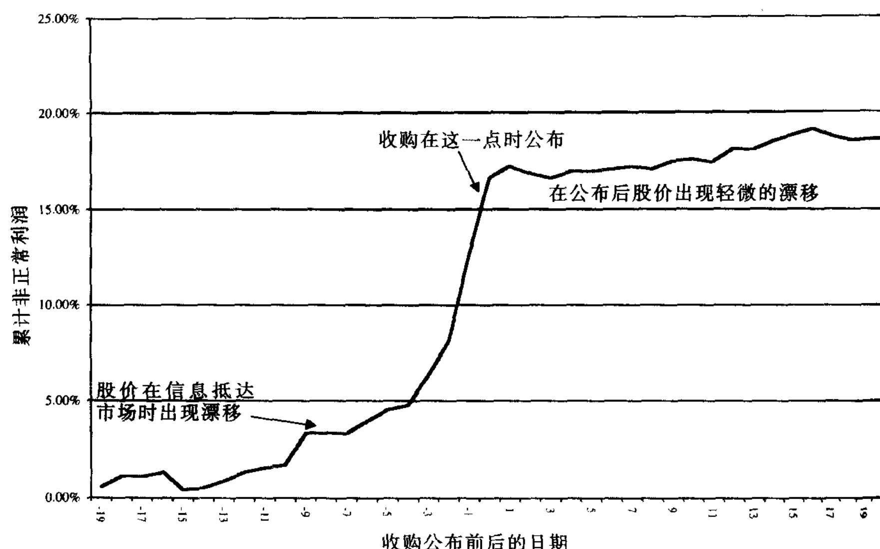


图 10–2 目标公司股票的累计额外利润

注：数据来自于 Dennis & McConnell。这里目标公司股票的利润是自收购日起开始积累的。

了，这些投资者在正式宣布前就进行了交易。在收购日，股票价格有一个额外的上涨，但没有证据表明其后价格会继续向上漂浮。

如果你根据收购公司如何支付收购行为来进行分类，你会发现目标公司的股票价格在基于现金的收购（收购者只用现金来支付购买被收购公司的股票）宣布中的表现比基于股票的收购宣布中要好。敌意收购的溢价比友好合并的溢价要高，而股份收购的溢价比合并的溢价轻微高一些。图 10–3 举例说明了差额的量值。

不管你如何将收购分类，目标公司的股票持有者没有理由去抱怨，因为他们赚得了丰厚的价格利润。

投标公司。收购宣布对投标公司的股价影响并不像目标公司那样明显。1983 年对合并的调查指出股份收购发生时，投标公司的股票价格上升了大约 4%，而且没有证据表明合并时价格发生了变动。一项对 1962~1985 年的股份收购的调查发现，投标公司股票持有人的利润从 20 世纪 60 年代的 4.4%下降到 70 年代的 2%而后再到 80 年代的–1%。其他调查显示，在所有收购中，大约有一半的收购事件在收购宣布时，其投标公司的股票价格会发生下跌，这表明了投资者对大量案例中的这些收购的理解价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

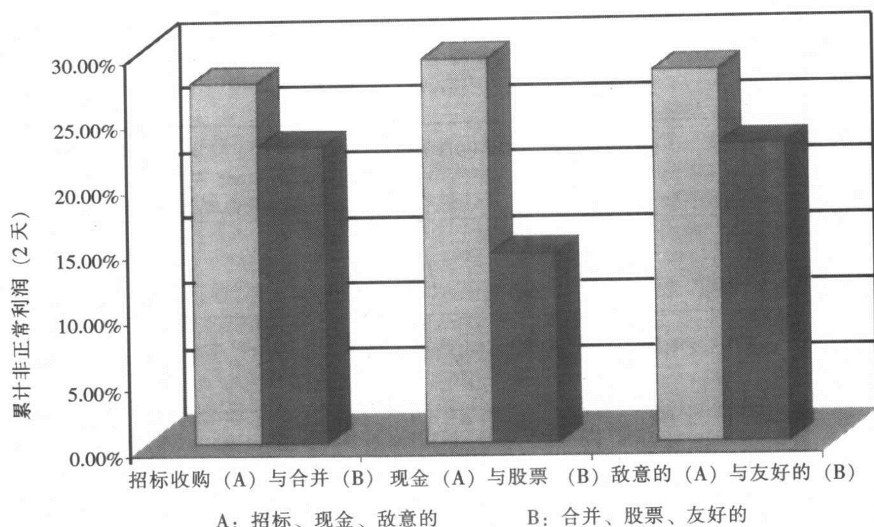


图 10–3 收购中的目标公司溢价

注：数据来自于 Huang & Walkling。这些是目标公司股东在不同收购类型下的累计利润。

格产生了怀疑。

参考证据，明显可见投标公司的股票持有者通常无法分享这些公司经理对合并和收购的热情。虽然经理们会指出这是因为股票持有者对内部人员拥有的有用信息毫不知情，在这节后面的部分你将会看到许多合并的失败，而且，对于这一点，股票持有者或许比经理们更有先见之明。

*市场是否重视协同效应？*协同效应是许多的合并和收购的目的之一。对 1985~1986 年的 77 项收购目的的调查表明，在 1/3 的收购行为中，营运协同效应是首要目的。大量的研究在调查是否有协同效应出现，如果有，它的价值是多少？如果在一项收购中发现了协同效应的存在，完成合并后公司的价值将会比单独运作的投标公司和目标公司的价值总数要高。例如，假定收购公司 A 在收购前的市值总额为 1.5 亿美元，而目标公司 B，市值总额为 1 亿美元。如果这两公司合并后出现了协同效应，完成合并后公司的价值应该大于 2.5 亿美元。因此，如果完成合并后公司的市值总额为 2.75 亿美元，那么在这项合并中出现的协同效应的价值则为 0.25 亿美元。

对合并宣布时股票利润的调查通常推断出在大部分的合并中，完成合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并后公司的价值的确有所增加，并且这个增加是相当明显的。在 1988 年，一项对 1963~1984 年公司间股份收购的研究表明，在合并宣布时，目标公司和投标公司的联合收益平均增加了 7.48%（在 1984 年为 1.17 亿美元）。然而，必须对这项结果作出谨慎的解释，因为在合并后，合并后的公司价值的增长一致符合许多其他解释收购的假定，包括公司管理的改变和被低估价值。这是对协同效应假设的一个简单的测试。

从宣布到行动

请注意，以上提出的研究全都专注于宣布收购的当日，而不是数周或者数月后真正交易当日。显然，在这两个日期间有些东西会改变。在某一些收购中，会出现一个新的投标人，从此一场投标战就开始了，从而便推动了目标公司价格的上涨，使其超过了最初的出售价。有一些收购会失败，这不仅是因为目标公司利用合法的财经策略击败了投标人，还因为收购公司产生了胆怯并撤销了它的投标。最后，在其他的一些收购中，投标公司因为以规定的价格累积控制股份的行动遇到了困难而被迫提高它的出价。

复合投标人。如果一家公司拥有复合投标人，对目标公司的股票持有者来说几乎是一条好消息，而对投标公司的股票持有者来说则是坏消息。如果有复合投标人的参与，付给目标公司的溢价通常会变得更高。并且有证据显示，当投标成功时，赢得投标战的投标公司的股票很可能会下跌。然而，在一场收购竞标中失败的投标公司也会遭受损失。一项对失败合并的分析指出，输给竞标对手后，投标人公司的股票价格大幅下跌（大约 8%），而没有竞标对手出现时，则不会出现价格反应。

失败的投标。投标失败可能是因为目标公司在一项敌意收购中设法击退了收购行动，还可能是因为投标公司改变了意愿。在这两种情况下，投标公司的股票都会在失败的宣布中受到损害。目标公司的股票价格也会在这两种情况中下跌，但不会达到收购企图形成前的水平。当投资者成为收购目标时，投资者会基于投标公司知道市场的其他公司并不会参与投标或者有其他投标人参与的这一假设，而对公司价值进行了重新评估。一项对目标公司股票持有者在收购失败后受到的影响的调查推断，失败宣布后的初期反应是消极的，尽管很小，但是仍有很大数量的目标公司在首次收购失败后的 60 天内被收购了，赚得了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大量的额外利润（50%~66%）。

合并套利或者风险套利。一些投资者，大多数是机构性的，他们相信可以通过在敌意收购宣布后购买目标公司的股票来赚钱。与上节曾提到的一样，目标公司的股票价格在收购宣布后开始上涨。然而，它是减价交易的，通常是收购公司提供的价格。宣布后的价格与报出价格之间的差额被称为套汇差价，而且有的投资者设法通过策略从中得到利润，这种策略被称为合并套利或者风险套利。如果合并成功，投资者就赢得套汇差价，但是如果失败了，投资者便会有大量损失。在股票合并（收购公司的股票与目标公司的股票进行兑换）的变化中，套汇商人会卖空收购公司的股票另外购入目标公司的股票。

这个策略明显地被错误贴上了风险套利的标签，因为没有确保的利益（套利所需的），而且不清楚为什么附上了“风险”的前缀。虽然这个争论充满了学术用语，但是你可以研究风险套利是否会带来你经常听到的那种利润，若其属实的话，那么它是否能抵偿发现、或是可以产生高额回报呢？我们利用一个 4 750 项关于合并和收购的例子的样本，来回答这个问题。该分析推断出收购宣布后购买目标公司会每年带来 9.25%的利润，但是如果你把交易成本和你交易时遇到的价格冲击（特别是对流动性弱的公司）计算在内，你将会失去这些额外利润的大约 2/3。

虽然总体策略的利润看起来很吸引，但是结果却同样指出了这个策略打击吸引力的另一面。这个策略大部分时候会获得稳定而且有效的利润，但是一旦失败，得到的则会是巨大的负面亏损。是不是因此就能说这是一个无用的策略呢？一点也不，不过当它受到一些极负盛名的接管股票的限制时，就会带来风险套利的危险。采用这个策略的投资者通常是远离破产的大失败者。如果他/她借钱来执行这个策略，那么风险就被放大了。

收购过后

有大量的研究对交易后合并和收购成功或者失败的范围进行调查。结论通常是合并一般未能兑现其保证的效率和协同效应，甚至没有为收购公司股票持有者创造收益。

协同效应的出现往往暗示着，比起分开运作，公司在合并后的盈利性将会变得更强或者会以更高的速度发展。一个协同效应的测试就是评价合并后的公司在收购后的表现（收益性和发展）相对于它们的竞争者是否有所改善。Mckinsey and Co.公司调查了 1972~1983 年间的 58 个收购计划，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从中获得以下两个问题的相关证据：① 投资在收购中获得的利润是否超过资产成本？② 收购是否使得母公司在竞争中表现更为出色？他们讨论得出，58 个项目中有 28 个同时无法通过这两个测试，而有 6 个项目则至少其中一个测试中表现欠佳。进一步对英国和美国在 20 世纪 90 年代的 115 项合并项目的调查中，Mckinsey 总结出，有 60%的交易赚得的资产利润少于资产成本，而只有 23%可以赚到额外利润。在 1999 年，KPMG 调查了 1996~1998 年间 700 个最昂贵的交易，得出结论，只有 17%的交易为合并后的公司创造了价值，30%是毫无变化，而有 53%的交易则出现亏损。

一项对 1995 年八大银行合并的调查指出，只有两项合并（Chase/Chemical、First Chicago/NBD）后来在银行股票指数中一直表现出色。最大的一宗，Well Fargo 对 First Interstate 的收购是惨痛的失败。在 1996 年发行的一本名为《协同效应陷阱》的书中，Sirower 对协同效应的保证和失败作了详细的调查，并做出令人沮丧的推断：协同效应通常都能获得保证但却很少会真正兑现。

对收购结果最具损害性的一段证据是有很大数量的收购事件在短期内出现了逆转。1990 年的一项分析指出，1982~1986 年间进行的收购中，有 20.2%的项目是在 1988 年才被执行。1992 年的一项研究发现调查的合并中有 44%的项目发生了逆转，其大部分原因是因为收购者付出过多或是因为两家公司的运作无法协调。长期（10 年或者以上）追踪收购的研究发现，收购的清算率上升到差不多 50%，这显示出很少公司会享受到收购所允诺的利益。协同效益的底线是它出现在较少的合并中，而且通常达不到其期望值。

数据的处理

收购有如此之多的形式，因此要描述一项典型的收购是很困难的。在这节的第一部分，首先你将会通过查看一些收购来了解你是否能够找到收购成功及失败的共同点。在第二部分，你将会试着去建立一个收购公司的投资组合和一个潜在的目标公司的投资组合。

收购公司与被收购公司

有没有典型的收购公司？而在交易的另一方，有没有典型的目标公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司？如果你想围绕着收购建立一个投资策略，你至少要尝试着去回答这些问题。

收购公司。收购公司特别是成功的收购公司之间有没有共同的特点？如果你查看收购项目的较小型样本或者一年中进行过的那些收购项目，你将很难从中找出收购者之间的共同点。然而，研究者查看了长期以来成百上千项收购，随着时间的过去，他们发现了成功的收购者们一些共有的特点：

- 有的公司收购与其大小相似的公司（通常称为等值合并），这些公司收购成功的可能性看起来要低于那些针对收购更小型公司的公司。因此，比起美国在线（AOL）和时代华纳（Time Warner）这两家具有非常大市价总值的公司的合并，在20世纪90年代每年收购许多小型公司的通用电气公司的收购成功几率会更大。
- 在收购时，比起被增长期望所驱动的公司，被成本节省所驱动的公司看起来有更大的成功机会。特别是当成本节省这一概念已具体计划好在收购中使用。20世纪90年代的一些成功的合并中包含了银行的涉人，以通过合并达到省钱以及经营规模扩大的目的。
- 针对购买小型私人公司的收购项目比起针对收购上市公司的项目更具有成功性。像殡仪馆（Service Industries）、影像出租公司（Blockbuster Video）和废物处理公司（Browning Ferris）这些公司都是靠收购私人公司发展起来的。

关于协同效应的看法，一项有关1996~1998年间最大交易的700个项目的KPMG评估得出了以下推断：

- 在收购前细心评估协同效应的公司，其成功的机会比没有评估的公司大28%。
- 结合了裁员行为的成本节省协同效应比发展新产品或者研究与开发的协同效应更容易实现。例如，只有1/4~1/3的公司能成功实现后者，而有66%的公司在合并后都成功地减少了职员总数。

研究者发现，合并后在经营效率上有所改善，特别是对于敌意并购。1992年的一项调查推断，虽然收购后的现金流回报中位数改善了涉及合并的所有公司，但是有25%的合并公司在交易后还落后于行业平均水平。在1999年，对1982~1987年间的197项交易进行了另一项研究，并根据交易时管理层的替换（123家公司）和交易动机对这些公司进行了分类。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结论是：

- 平均来说，交易 5 年后，合并后的公司所赚得的利润超过行业平均水平 2.1%。
- 几乎所有的超额回报的出现都是在合并一年内更换目标公司的行政总裁后。这些公司赚得的利润超过行业平均水平 3.1%，然而没有更换行政总裁的公司表现则差于行业水平。

此外，有少量的研究则调查了与收购相关的业务（例如受到协同效应驱使的收购）是否比与收购无关的业务（联合企业合并）获得更多回报，并得出与舆论一致的结论。一项对 260 项股票交换交易的研究不仅将合并分类为联合企业交易或“同行业”交易。他们发现并没有证据显示在联合企业交易中的股票持有者和债券持有者之间有金钱利益的关系存在。然而，他们发现股票持有者和债券持有者在相关公司的合并中则获得了大量净利。

目标公司。留意收购宣布前和收购宣布后股票价格的即时反应，很明显收购赚得的利润来自于成为目标公司前的投资。而不是之后。那么，若缺乏内部信息，这策略又是否可行呢？或许有一种方法，可以从那些成为目标公司的典型的公司身上找到答案。因为敌意收购和友好收购的动机是很不同的，同样地，在敌意收购中的典型目标公司和在友好收购中的典型目标公司也是不尽相同的。敌意收购中的典型目标公司有以下几个特征：

- 收购之前的很长一段时间里，在其股票持有者的回报方面，它的表现差于同行业和总体市场中的其他股票。
- 收购之前的很长一段时间里，与同行业公司相比，它显得无利可图。
- 与其同等群组的公司相比，其内部人员的股票持有量远低于其他公司。

一个敌意收购的目标公司和友好收购目标公司的比较，能以图的方式反映出它们的不同之处。Bhide 对此的总结展示在图 10–4 中。

正如你看到的，敌意收购的目标公司赚得的利润比同行业中的其他公司平均低约 2.2%；它们为股票持有者带来的利润比市场低 4%；而且内部人员只持有它们 6.5%的股票。

同样有证据显示这些公司在敌意收购后对运作方式做出了改变。上述引用的研究对敌意收购的结果做了调查，注意到了以下几点改变：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

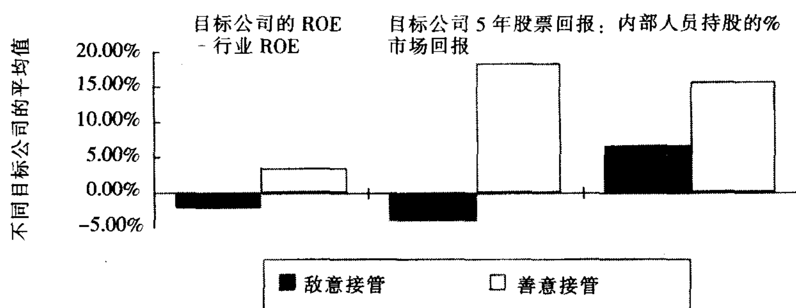


图 10-4 目标的特性：敌意的与善意的接管

注：数据来自于 Bhide。该研究比较了善意接管及敌意接管下的目标公司在接管当年的一些特性。

- 许多敌意收购带来了债务的上升，这可以从债务等级下降的趋势中看出来。但是，债务也会随着资产的销售进程发展而快速减轻。
- 这些公司资本投资并没有显著变化。
- 几乎 60%的收购都带来了实质的清算，一半或以上的公司都会被出售。绝大多数的清算都是在与公司核心业务（例如，它们在早期实现了公司多样性的转变）无关的业务范围的单位。
- 在 19 项敌意收购中，有 17 项出现了大量更换管理人员的情形，有 7 项收购则完全更换了整个公司管理层。

因此，与普遍的观点相反，大多数敌意收购并不是由收购者剥夺了目标公司的资产而使其破产。相反，目标公司仍然专注于其核心业务并时常改善他们的运作表现。

建立投资组合

作为一个投资者，你或许会发现关于成功的收购与典型目标公司之间的证据虽然有趣但却并不特别相关，因为它们都代表着以前的合并。或许你想知道，如何能够从一项发生于 10 年前的收购中赚得利润？这是不可能的，但是现在你可以利用相关的证据来建立一个潜在收购者和目标公司的投资组合。

收购公司的投资组合。要建立一个收购公司的投资组合，你必须回顾历史，并调查个体公司的发展资料。例如，根据收购的美元价值，表 10-1 介绍了 2000~2002 年间美国最具营利性的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10–1 大部分收购公司：美国 2000~2002

公 司	行 业	总收购次数	总价值（$百万）
Comcast Corp	广播	8	47 680.80
Citigroup Inc	银行与金融	18	21 350.50
General Electric Co	航空、国防、银行、金融	71	19 725.00
Tyco International Ltd	电力设备	19	16 882.20
Johnson & Johnson	化妆品	11	14 062.00
Nestlé SA	食品加工	8	11 266.80
AOL Time Warner Inc	电脑服务	13	8 984.20
AT&T Corp	通讯	9	5 616.20
Schlumberger Ltd	能源服务	9	5 242.90
Berkshire hathaway Inc	保险	13	4 776.00
J.P.Morgan Chase & Co	银行与金融	12	4 442.40
Cendant Corp	杂项与服务	33	3 797.80
BB&T Corp	银行与金融	23	3 098.70
Solectron Corp	电子	12	2 496.40
Calpine Corp	电力、燃气、水务	9	2 494.80
Microsoft Corp	电脑软件与服务	8	2 402.20
Intel Corp	电子	11	1 943.10
VeriSign Inc	电脑软件与服务	8	1 647.90
Interpublic Group of Cos	杂项服务	12	1 605.30
NRG Energy Inc	电力、燃气、水务	10	1 510.70
SPX Corp	金属产品加工	10	1 447.90
Baxter International Inc	药品、医疗设备	8	1 185.20
Danaher Corp	工业及农场设备	11	1 075.40

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要注意的是，这些公司行业分布的范围非常广泛，以及其中某些公司曾进行过的交易次数。例如，通用电气公司在这两年间购买了 71 家公司，虽然平均起来它们比 Comcast 在同期收购的 8 家公司的规模要小。

在对企业根据收购的美元价值进行排名时，很明显地，大家会偏向于较大型的企业。要真正知道这些收购公司依赖收购来获得发展的程度，你必须衡量收购者自身的价值与收购项目价值之间的比例。比如说，微软公司为收购花费了 24 亿美元，只占其总体市场价值不到 1%，但是 AT&T 公司在收购上所花费的 56 亿美元却占其市场价值的 20%。你可以根据一项收购项目占一家公司价值的比例来建立一个收购公司的投资组合。那样的投资组合会与表 10-1 大不相同，它会包括一些小型的公司。

*潜在目标的投资组合。*如果你参考了在收购中的典型目标公司的证据，你可以将上述提到的可变因素结合起来从而建立一套筛选系统。例如，你可以投资较小型的（从市价总值来看）、内部人员持有量较低的公司，降低其估价（较低的股价与账面价值比率以及较低市盈率）及其股票（与其行业相比的）回报。

要实行这些筛选，潜在目标公司就要根据以下特征进行分类：

- 小型公司：因为收购小型公司比收购大型公司更容易，所以只有市价总值低于 5 亿美元的公司才能被列入这个投资组合里。
- 内部人员持有量低：只有那些内部人员主要股票持有量低于 10% 的公司才能列入投资组合。此外，必须排除拥有不同投票权级别的股票的公司，因为它们较不可能成为敌意收购的目标。
- 便宜的股票：只有滞后市盈率低于 12 的股票才是便宜的，它们应该被列入投资组合里。
- 项目回报较低：只有股本回报率低于行业平均水平 5%的公司才能列入投资组合里。

表 10-2 列出了最终得出的 15 家公司的投资组合。

很明显，无法保证这其中任一家或所有的公司都一定会成为敌意收购的目标，但是就算只有两三家公司成为收购目标，那么就可以通过这个投资组合获得高额利润。

故事的更多分析

假设你决定建立一个收购后立刻对公司进行投资的策略，什么因素会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10–2 Potential Takeover Targets

公司名称	行业	股价	12月市盈率	市值（百万美元）	内部人持股%
AMN Healthcare	人力资源	11.22	9.6	456.6	3.6
Blair Corp	零售（专业）	24	9.7	186.2	8.69
Chesapeake Corp	包装与集装箱	16.13	10.2	228.2	5.6
Cone Mills	纺织品	2.01	6.4	48.2	9.3
Crompton Corp	化工（特殊）	4.03	8.1	443.6	7.6
Culp Inc	纺织品	4.45	6	54.5	4.5
Enesco Group	零售（特殊）	6.91	11.8	90.3	3.8
Information Resources	信息服务	1.32	11.7	41.4	7.1
Int' l Multifoods	食品加工	19.2	11.6	334.5	5.8
Intermet Corp	汽车零部件	3.58	10.2	91	3.1
Myers Inds	多元化公司	9.57	11	264.5	2.7
SEMCO Energy	天然气（分销）	4.12	7.5	74.3	1.3
ShopKo Stores	零售店	10.85	6.7	292.2	3.5
Standard Register	办公设备	14.84	10.6	372.9	2.7
Wellman Inc	化工（特殊）	9.59	10.8	284.5	6.7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

削弱你成功的机会呢？很显然，要考虑的因素会根据你采用的投资策略的不同而发生变化。如果你购买进行收购公司，你不仅需要考虑财务过度（为收购付出太多）的因素，还要考虑运作过度（在新业务上发展得太快，使得现有业务出现风险）的因素。如果你购买潜在的目标公司，你必须考虑到它们或许根本不会被收购，那时你就必须接受一个拥有表现极差股票的投资组合。

投资收购公司

考虑投资一个收购公司的投资组合。即使你很细心的挑选那些看起来它们收购策略会成功的公司，但是在策略中仍会存在许多可能的风险。

*收购超支。*以前的成功收购并不能避免未来的失败。事实上，一家通过收购而成功发展的公司会发现就是它的这种成功为它未来的失败埋下了伏笔。

例如，拿思科公司来说，在20世纪90年代，它有一个成功收购的完美记录。从1991年开始，该公司当时的收入为1.83亿美元，利润为0.43亿美元，而市价总值为40亿美元，思科公司以具有广阔前景的技术收购小型公司，并在短期内将这些技术变成产品并增长了利润。每年的收购成功使得它在市价总值和收入方面逐渐发展壮大。为了维持它的增长速度，它必须提高收购的尺度和数量。到1999年，思科公司的收入已达到121.5亿美元，市场资本总额则超过4 000亿美元，不过充分的收购亦带来了负面的影响，使得公司增长率变得更困难。

对投资者来说危险的并不是这种情况的出现，而是企业过去收购的成功历史会推动公司的发展。即使面临着为寻找良好的目标公司时所遇到的重重困难的情况下仍不断地进行更多的收购。在这个过程中，公司可能会背离刚开始为它带来成功的那些原则规范。在你查看几乎每一家失败的收购公司时都能够指出它们失败发生的那个时刻。

随着时间的过去，有证据证明对收购公司的投资是没有价值的，其股票回报落后于市场。图10-5对比了标准普尔100指数里的15家最具收购性的公司在2000年及2001年里为投资者带来的利润回报，以及基于1998~2001年间（美国市值最大的100家公司）所进行的收购，进行过一次收购的公司与不曾进行收购的公司所可能产生的利润回报。

在2001~2002年间，大多数收购公司的投资者所获得的每年回报会比市场及其他不进行收购的公司的回报低10%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

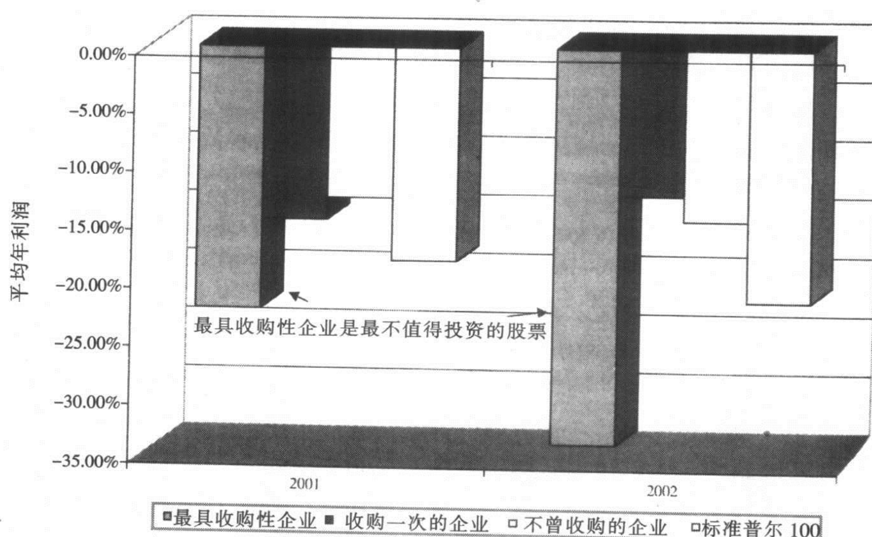


图 10-5 收购性公司的利润

注：数据来自于 Compustat。分析了 1998~2001 年间标准普尔 500 里进行最多收购行为（次数上）的最具收购性企业。

你该如何甄别收购公司以排除那些更可能为收购支付超额代价的公司呢？对此，有不少的统计数据可供你参考，其中一个是收购公司为收购所付出的平均溢价，付出较大幅溢价的公司很可能是超额支付了。第 2 个统计量是被收购公司的平均规模大小，这是相对收购公司的规模大小来衡量的，再则，研究亦显示，相比较小型收购，你更可能在一项大型的收购中出现超额支付的情况。第 3 个要考虑的统计量是市场对收购宣布的反应，在收购宣布中，相对于下跌，收购者市场价格的上涨是未来成功的一个信号。

会计的复杂性。收购的结算远比内部投资的结算更复杂。首先，你有更多的选择去记录交易。直到 1999 年，根据会计报表不同的推论，你不仅能够以购买来构造一项收购，还能够以共同分担来构造。

在一项购买交易中，你不仅需要在你的资产负债表中展示你购入公司的价格，还要建立新的资产（商誉）来记录你所支付的收购价值和其资产账面价值之间的差额。而在聚集模式中，你无需记录购买价格，相反，只需要展示你所购入的公司的资产账面价值。在 2001 年，聚集模式被淘汰了，但是在交易后公司仍需处理商誉。事实上，现在的会计标准需要公司重估以前的收购，并且，如果它们认为自己超支了，则需注销部分商誉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国在线时代华纳在 2001 年注销了 1000 亿美元来反映美国在线在 1999 年合并时的资产价值的缩减。

收购公司更可能会遇到会计问题的最典型的证据可以从对过去历史记录的回顾中找到。它告诉我们，20 世纪 90 年代最具收购性的 10 家公司中，有 7 家暴露出了严重的财务问题，它们是：安然（Enron）、世通（WorldCom）、泰科（Tyco）、朗讯（Lucent）、Cendant、美国在线时代华纳（AOL Time Warner）和 Conseco。事实上，这些公司不仅扭曲而且还违反了会计规则。作为一个投资者，你必须考虑这样的可能性，即比起没有收购行为的公司，收购公司的财务报表会更难于分析。此外，你会发现难以回答这些公司的最基本的问题，比如在公司里投资了多少资金，公司的投资带来了什么回报，或者对业务进行再投资投入了多少公司利润等。

债务和稀释。收购公司有两种方法来支付收购所需的资金，而且两种方法都会为投资者带来负面结果。一种方法是在近期发行新股票来筹集收购资金，增加发行股票的数量并且降低最近时期的每股的利润。另一个方法就是通过贷款来获得所需资金，这样会使得默认风险增加，并带来利息和本金支付，增加公司的负担。事实上，图 10-6 显示出，以贷款来筹集收购资金的方式比起使用股票或现金的系列收购者的股票表现要更糟糕，而且两者的表现都落后于整体市场。

对此你所得出的结论会受到一个事实的限制，由于你查看的是短暂的和不稳定时期的市场情况，所以你应该明确注意基于债务的收购策略在市场下跌时的表现。衡量企业对债务的依赖程度的方法之一就是查看一家公司相对于同等群体的负债比率值。过度依赖债务和大型收购的结合会导致出现较高的财务杠杆。

缺少焦点。比起不进行收购的公司，收购性公司更可能会进入与其主要业务无关的行业。毕竟，一家钢铁公司要独自进入软件行业必须投入大量工作及所需的专业技能，但是它可以通过收购一家软件公司而快速地达到这一目的。毫无意外，联合企业的创立通常是通过一系列的收购来实现的，这样比对多个行业区域进行内部投资的方式要好。然而，作为一个投资者，这种偏离本行而转作其他行业的诱惑对你来说可能是相当危险的。研究普遍认为，相对于它们组成部分的价值来说，联合企业会以折扣价进行交易，有些研究者将这种情况归因于管理焦点的缺乏和浪费。无论折扣的原因是什么，你或许只想投资留守在它们拿手行业范围内的收购性公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

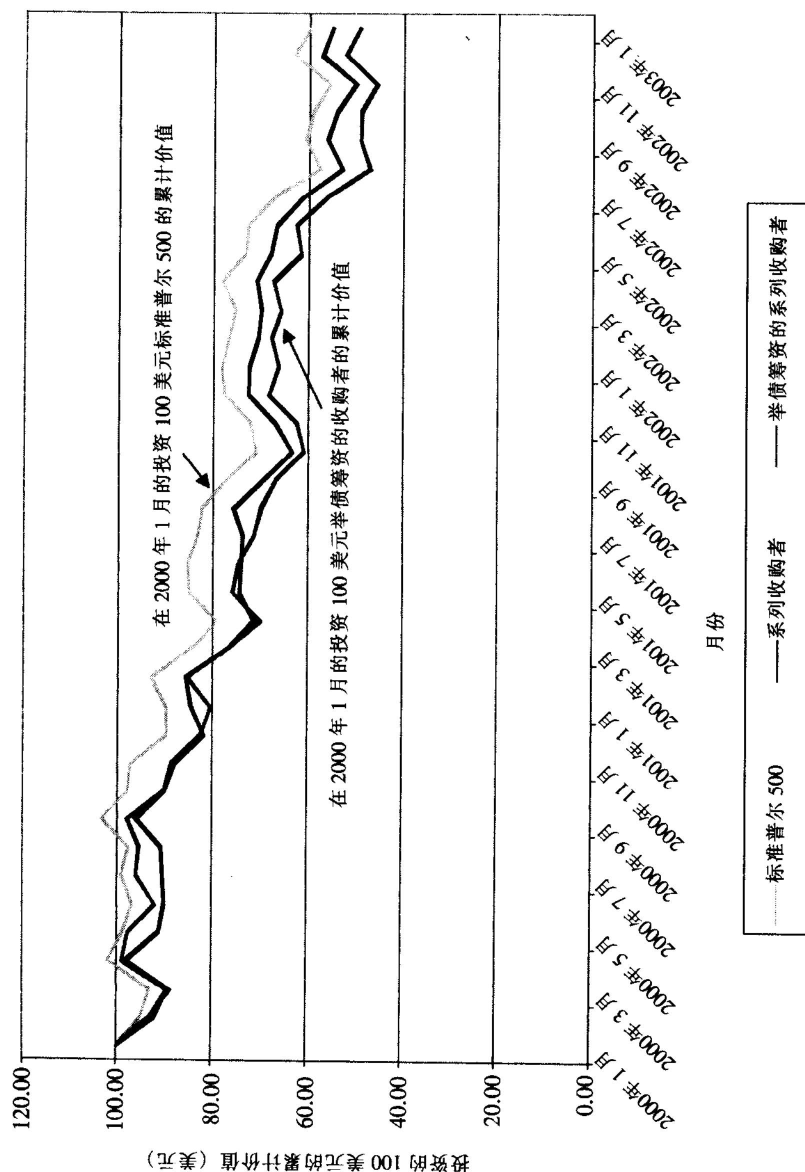


图 10–6 用举债方式进行的收购与市场其余值

注：数据来自于 CRSP。这里公布了投资 100 美元这 3 种组合股票的股利再投资的累计价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资目标公司

如果你有一个完善的机制能在收购前鉴定可能会成为目标的公司，那么你可能会获得惊人的利润。可能会有来自证券交易委员会的古怪探员对你不寻常的成功进行不停的盘问。毕竟，投资者能够做到这一点，其惟一的可能就是拥有内部信息的享有权。如果你一直守法地筛选潜在目标公司，你的成功率将会低很多，而该策略的风险亦隐藏于此。

确立的管理。你用来寻找潜在目标公司的一个指标就是糟糕的管理。这就是为什么你要寻找投资糟糕（股本回报率较低），并且股票表现要差于市场及行业表现的公司。你购买这些公司的股票，并希望管理会改善，但是如果没有呢？最终你所建立的投资组合可能会使你在持有这些股票时仍持续因公司的不良管理而损害你的投资价值。

参考表 10–2 中列出的 15 家潜在目标公司。回顾这些公司的历史，很明显可以看到那些使它们成为潜在目标的因素已经存在了数年之久。此外，其中 10 家公司的行政总裁在他们的职位上已经担任了 5 年或更久。要对那些管理者不确立的企业进行量化的筛选是十分困难的。你可以使用“任期时长”的筛选方法（通过这个方法可以剔除那些行政总裁在位时期超过 5 年的公司）或者定性筛选方法（通过这个方法可以找出那些董事会对股票持有者负责的公司）。任何一种情况下，对于管理层的变动所可能带来未来成功存在着过多的不确定因素从而影响你的投资决定。

市场情绪。合并和收购经常追踪市场，在浮动市场上涨，而在熊市时则下跌。图 10–7 用曲线图示出了 1968~2002 年间合并行为的起伏。

如果你投资了一个潜在目标市场的投资组合，市场状态的变化使敌意收购和友好收购变得更为罕见，从而使你遭受挫折和打击。收购行为的另一个特征就是它在每个时期都趋向于集中在某些行业板块——20 世纪 90 年代末期，电信和科技的合并占了主导地位——而且这些主导行业会每个时期都有所改变。

投资潜在收购的策略有什么内在含义呢？首先，这样一个策略在某种程度上取决于你的市场择时操作的能力（或者运气）。即使你的潜在收购目标的投资组合建立得不错，但实际上，若市场状态变坏的话，那么许多公司的收购就不在你的预期中。其次，你必须将焦点行业包括在你的投资组合里。换言之，你应该设法尽可能地将最有可能发生合并的行业股票涵括进你的投资组合中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

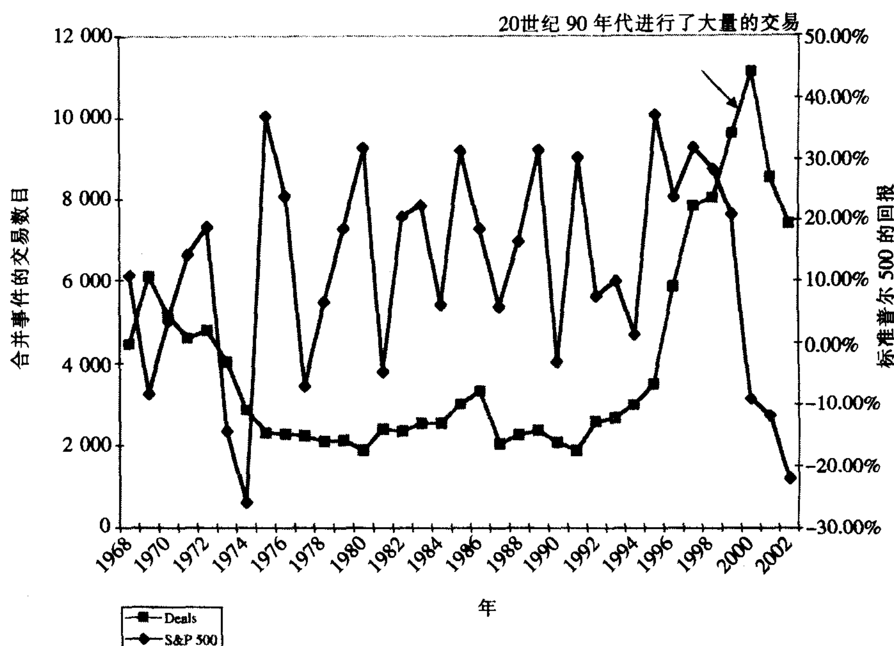


图 10–7 合并事件及股票回报

注：数据来自于 Mergerstat。这些数据点显示的是每年进行交易的数目。

风险。如果你购买了管理和运作都比较差的公司，那么当有人收购这些公司并精心管理时，你的上升趋势就会出现。但是也会有下降的时候 。这些管理糟糕的公司也有可能会破产。一个潜在收购目标的投资组合也会因此面对重大的风险。关于风险，你可以通过以下许多因素来进行判断：

- 财务杠杆作用：一个有着大量债务的管理糟糕的公司明显比一个没有巨额债务但同样管理糟糕的公司更具风险性。事实上，在表 10–2 列出的被鉴定为潜在收购目标的 15 家公司中，有 7 家公司的债务超出其总市值 50%。如果这些公司开始亏损，那么它们将不会存活。
- 贝塔系数和标准偏差：过去在股票方面和预计回报方面表现较差的股票通常都是不稳定的。在表 10–2 中列出的 15 家公司的标准偏差是市场其余股票平均水平的两倍，这些公司的平均贝塔系数为 1.43，再次完全超过了市场平均水平。

为了要避免这些风险的出现，那么你就只能投资那些具有较低负债率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且股价稳定的公司。

投资者的教训

针对收购的投资策略有时可以产生高额利润，但是它们往往伴随着风险的出现。如果你投资收购公司，希望依靠收入及利润的增长获得更高的股票价格，你应当考虑通过以下几个特征来筛选收购公司：

- 首先选择主题集中且有约束力的收购公司。在收购时试图保持其核心业务或专注其主要实力的收购公司应该被认为是你投资组合首要考虑的较佳候选者。同样，这些公司面对外来压力时必须保持约束力。
- 确保它们不会为目标公司超额支付。作为投资者，你是否可以从收购中获得利润？起决定性作用的是收购价格。一个擅长估算协同效应和管理的收购公司应该确认会为它的股票持有者带来一定额度的预计利润。进入了投标战并打算不惜任何代价求胜的收购公司通常是由它们的股票持有者来支付这个价格的。
- 确保其收购所需的资金的筹集是谨慎的。若在筹集收购资金时公司的负债率没有超过可接受的水平，或者其股票被认为是可自由流通的，那么这些公司则是较佳的长期投资对象。
- 避免账务的复杂性。设法尽力提供收购信息的收购公司和不玩会计的公司是较佳的长期投资对象。

如果你采用了这些筛选条件，你将会发现你的投资组合中最好的股票不会是经常通过大型交易制造新闻的连续收购公司，而是不会制造新闻的小型收购公司。尽管有这些筛选，你还是必须经常监控你投资的公司，以确保它们（和它们的首席行政主管）不会过度发展。

如果你认为投资潜在的收购目标使你有更好的成功机会，那么在最后一节，为你提供了一些具有可行性的筛选建议：

- 首先选择管理糟糕的公司。如果公司的经理不仅在投资资源（股本回报率低于同行股本回报率超过4%）方面表现不佳，而且为它们的投资者带来的只是低于标准的回报（上一年的股票回报落后于同行的回报超过5%），那么你投资这类公司的成功的机会将会是最大的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 避免地位牢固的经理。将你的投资组合转向那些内部人员拥有相对较少股票（内部人员持有率低于 10%）、账簿上没有反收购修正以及其行政总裁无法巩固他/她所持有的权力的公司。
- 降低风险的出现。要降低风险出现的机会，你必须避开拥有过多债务（债务资本比率超过 50%）或者股价极不稳定（股价年标准偏差超过 80%）的公司。

结合这些筛选，在 2003 年 3 月可以得出一个拥有 17 支股票的投资组合。附录列出了该投资组合里的股票。

结 论

收购制造新闻有几个明显原因。它们使股票价格产生戏剧性的变动，而且不出所料的是，投资者会被卷入收购的公司所吸引。有的投资者选取了收购公司，是因为受到这些公司发布的收入及利润的快速增长所吸引。如果可以从历史中吸取教训，连续收购者一般都不是好投资者。它们通常为目标公司超支、发展它们并不在行的业务、并为了增长而过度贷款集资。虽然它们经常能够在财务报表上掩盖其弱点，但是它们的问题最终还是会为他们带来麻烦。

收购中最大的利润是由收购宣布时持有目标公司股票的人所获得。然而，要赚得这些利润，你必须在这些公司成为收购目标前购买它们，而收购宣布后购买股票是一项利润有限但却高风险的策略。回顾过去收购中的典型目标公司，你可以规划出一套筛选方法来鉴定未来收购中的潜在目标公司。它们往往是管理糟糕的、内部人员所有权较低的、而且股票持有者及公司的投资计划所获得的利润较少的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

章末附表

表 1 美国公司中的潜在接管目标：2003 年 3 月

公司名称	股票代码	行 业	股 价	12个月的拖曳市盈率	市价总值 $（百万）	内部人员持股%	最近季度的负债/资本%	3年标准方差	普通股的回报	行 业平均值
Universal Corp	UVV	烟草	37.09	8.7	949.7	1.8	46	34.87	18.14%	35.85%
ICN Pharmaceuticals	ICN	药品	8.82	9.9	709.1	8.3	38.1	64.3	10.5%	24.29%
Saks Inc	SKS	零售店	7.87	11.1	984.4	9.8	38.9	60.78	1.04%	13.11%
Libbey Inc	LBY	家居产品	25	10.5	379.3	6.3	44.3	32.18	23.82%	35.46%
Conmed Corp	CNMD	医疗	16.01	11.8	429.9	8.5	39.8	48.3	8.6%	19.63%
Wellman Inc	WLM	化工（专业）	9.59	10.8	284.5	6.7	25.3	47.4	1.36%	10.30%
Blair Corp	BL	零售（专业）	24	9.7	186.2	8.69	0.2	38.07	2.24%	10.71%
Information Resources	IRIC	信息服务	1.32	11.7	41.4	7.1	2.8	77.16	2.71%	11.14%
Hughes Supply	HUG	建筑材料零售	24.8	9.1	509.9	6.6	40.1	48.19	7.41%	15.80%
Building Materials	BMHC	建筑材料零售	14.25	7.7	17.47	5.9	39.8	40.15	8.78%	15.80%
Myers Inds	MYE	多元化公司	9.57	11	264.5	2.7	47.9	44.4	6.98%	12.51%
Cambrex Corp	CBM	化工(多元化)	23.7	10.8	550.5	13.5	41.8	36.48	12.96%	17.95%
Phillips-Van Heusen	PVH	服装	11.97	11	329.5	4.09	46.3	39.56	9.06%	13.93%
Standard Register	SR	办公设备	14.84	10.6	372.9	2.7	38.5	44.69	6.66%	11.53%
Armor holdings	AH	太空/国防	9.92	11.6	287.8	13.7	3.4	48.6	5.96%	10.78%
IHOP Corp	IHP	餐馆	23.72	11.2	449.7	9.5	39.8	30.93	12.89%	17.36%
Ann Taylor Stores	ANN	零售（专业）	19.34	11.1	791.3	3.5	14.7	55.64	6.43%	10.71%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 11 章 无可置疑的事：零风险和稳当利润

寻找免费的午餐

琳达喜欢不劳而获。她不觉羞耻地在杂货店使用误印的优惠券，从旅游胜地拿走免费赠品。她想知道是不是有方法使她可以利用这种能力来改善她投资组合的表现。她的经纪人朋友布莱恩告诉她，在股票市场上或许有一种方法既没有风险却又可以获得高额利润。他指出，有许多在美国市场上市的外国的股票，它们其中有一些股票在美国市场上的价格比在当地市场上的价格要高。他还说，他可以在借入美国市场上更为昂贵的股票的同时利用他的关系在当地市场以较低价格购进这些公司的股票，然后再卖掉它们。他保证这样的操作是有利可图的，因为这两种股票都是属于同一家公司。

琳达同意了这个计划。于是布莱恩在雅加达的证券交易所购买了一家印尼公司的股票，然后以比当地价高出20%的价格在美国市场上借入并卖出同一家公司的股票。他告诉琳达，借入的股票必须要在两个月后归还，但是到了那个时候两地间的价格差距会缩窄，从而会为她带了稳当的利润。随后琳达查看了该股票在印尼市场和在美国市场的价格。当价格差距并没开始缩窄时，她暂时还不感到担心。但当一个月过去了，两个市场间的价格差距仍为20%时，她找到布莱恩，对方再次向她保证一切进展良好。通过自己的调查，她发现，那些在美国挂牌上市的股票被称为美国存托凭证，它一直是以比当地上市价溢价后的价格进行买卖，而且美国存托凭证是无法与当地股票进行兑换的。当两者间的价差达到25%时，她叫布莱恩终止了该账户以减少损失，这时她明白，她在当地的杂货店的获益几率要比在证券市场上要大得多。

这则故事的寓意是：如果你在股票市场发现钱来得非常容易，那是因为你看得不够透彻。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管已不断重申天下没有免费的午餐，投资者们还是不知疲倦地想要寻找它们。如果你可以不冒风险地进行投资并且能赚得比政府公债还要高的回报，那么你就相当于在投资上享受了一顿免费的午餐。机构投资者和个人投资者都在企图寻找到这些难得的机会，期望着找到它们并利用它们赚得稳当的利润。这些无风险投资比低风险率的套利机会所赚的利润还要多 。在这章里，首先你会查看到在完整形式下的套利机会，以及你最可能会遇到的套利机会形式：这种形式下的套利机会具有少许余值风险。然后你还会研究套利机会为何难以充分利用来获得稳健的利润。

故事的核心内容

没有现金支付、零风险，但却利润无穷！如果真出现这样的机会，你会不会被打动呢？这种说辞会把自己卖出去的。然而，任何具有怀疑精神的投资者都会把这样的销售台词当成笑料，因为在过去他们必定遭遇过类似的欺骗。他们想知道的像这样的机会最初是如何出现的。要使一条关于套利机会的推销策略得以成功，它必须能对其来历有所说明。以下是其中的一些说明：

- 还没有人认识到这点。这是最容易使人上当的说辞。任何一个好的投资机会必定会被人发现，而那个人正好就是你。为什么发现这个机会的人会和别人分享这条消息，而且为什么你会成为接受这个礼物的幸运者呢？他们不会对你解释这些，但是在任何诈骗游戏中，他们都会使你感到自己很特别。
- 找到这样的机会需要特殊的能力，而且你可廉价地获得。这样的推销方式是针对那些想要买但又不愿支付太多的希望享受所谓的“免费”午餐的投资者。如果你付出一定的费用来获得这个特殊技能（也许是书、软件或承办商的承诺），那么你将会比市场上的其他投资者具有更明显的优势。
- 它只能维持一段很短的时间（所以你必须迅速地作出决定）。的确，市场有时会犯错误，而正是这些错误为那些碰巧占有天时地利的人带来了套利机会。在这次的投资里，如果你行动迅速，那么那个幸运的人就会是你。
- 它只对那些具有独特个性（而你正好拥有它们）的投资者有效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这或许是最有效的推销方式，因为它最有可能是真的。如果你与其他投资者不同（例如，你的交易成本较低或者税率有所不同），你或许会发现，别人看起来合适的价格会为你带来零风险的利润。

套利理论基础

要了解套利，你首先要分清楚 3 种不同类型的套利交易：

- 纯套利：两份同样的资产在同一时期有着不同的市场价格，而这不同的价格会在未来指定的时间里达成统一。这种类型的套利大多会出现在衍生市场里——期权和期货——或者还会在债券市场的某些部分出现。
- 准套利：两份资产具有同等或者几乎同等的现金流，但却以不同的价格交易，并且不保证它们的价格会统一，而且投资者却强烈迫使它们达到一致。
- 投机套利：其实这不是真正的套利。投资者利用错误定价或者相似（虽然不是一致的）资产的优势，购入较便宜的并卖出较贵的那份资产。如果投资者的判断是正确的，那么随着时间的流逝，两份资产的价格差额会渐渐缩减，从而产生利润。正如你将会看到的那样，这个策略的危险之处在于，人们对错误定价的初期估算往往是基于一种或许不太合理的世界观而得出的。

纯套利

拥有两份现金流相同但市场价格不同的资产的这种要求使得纯套利难以捉摸。首先，相同的资产在现实世界中并不普遍存在，特别是如果你是一个股本投资者。没有两家公司是完全相同的，因此它们的股票也不会是完美的相互替代品。其次，假定确实存在两份相同的资产，你不得不奇怪为何金融市场会允许它们之间一直出现这样的价格差距。除此以外，如果你还对市场价格统一时的数值进行了限制，那么毫无意外地，纯套利的产生将会是非常罕见的，即使它真的出现了，也只会是小规模和短暂的。可能导致纯套利出现的条件包括以下这些：

- 在市场上信息流向消费者的限制：如果一个市场的投资者无法观察到另一个市场的价格，那么你也许会发现同样的资产会在两个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同的市场上以不同的价格进行买卖，反之亦然。虽然这在现今的 CNBC 财经频道和网上交易上来看显得有点怪异，但是值得记住的是，在十多年以前，即使在美国也仅有少数的投资者，其中大部分还是机构投资者，才能获取实时交易价格及交易的信息。事实上，世界上仍然存在一些缺乏交易和价格的透明度的市场。

- 交易限制：要避免错误定价，你必须拥有交易的权限。如果你受到市场限制而无法交易，那么你很可能会看到错误定价会持续发生。例如，你可能需要从其他的投资者手里借入股份然后卖掉它们（股票卖空）来产生套利持股，然而股票卖空在许多市场上是被限制或禁止的。

期货套利。期货合约是一份在将来时间以某一固定价格来购买特定资产的协议。每份期货合约都包含两方：同意在未来一个特定时间里交付资产的合约卖方以及同意以固定价格接受资产交付的买方。例如，参考一份为期一年的黄金期货合约，其价格为每盎司 425 美元。如果你购买了这份合约，那么从现在起你就可以保证在一年内会以每盎司 425 美元的价格接受被交付的 100 盎司的黄金。如果你的目的是在一年内拥有 100 盎司的黄金，那么你也可以通过贷款，现时（在现货市场里）以当前价格购买 100 盎司的黄金并存放一年来达到这个目的。而你作为投资者，第二种方法（贷款购买并储存黄金）将会带来两方面的额外费用：

- 利息费用：因为要贷款，所以你必须在贷款期里（在这个例子里是一年）支付利息。
- 仓储费用：如果为了对商品进行保管直至合约期限日而产生了所需的仓储费用，那么这个费用也必须反映在期货合约的策略里。在某些例子里，拥有商品的实物所有权可能会带来好处。这个好处被称为便利收益，它可以减低期货价格。总仓储费用与便利收益之间的差额被定义为净仓储费用。

由于上面的两种方法都得出一样的结果——以现在所知的价格购得的一年后 100 盎司黄金的所有权——它们的成本费用是相同的。如果不然，那么你可能会获得潜在的无风险利润。

参考一个简单的例子。假定当前的黄金现货价格为每盎司 400 美元，而为期一年的黄金期货合约价仍为每盎司 425 美元。你可以购买该期货合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约，保证从现在算起一年后你能够以每盎司 425 美元的价格购买这些黄金。另外你也可以选择在现在借入 400 美元来购买 1 盎司黄金，并储存一年。如果你选择了后者，你就必须支付黄金仓储费用和贷款利息。如果假定贷款的无风险年利率为 5%，而一年的仓储费用为每盎司 2 美元，那么选择这种做法的最终成本为每盎司 422 美元：

期货合约成本 = 425 美元

贷款成本、购买及储存黄金 = 400 美元（1.05）+ 2 美元 = 422 美元

由于这两种做法的最终结果是相同的（即从现在起算起一年后你将会获得 1 盎司的黄金），因此你可以建立一个套利持仓。

套利持仓：贷款 400 美元，购买一盎司黄金
储存黄金
将期货合约以 425 美元卖出

在年底，你会向期货合约的买方发放黄金并收取 425 美元的进款。接着你将会利用这笔进款连本带利地偿还贷款（420 美元），并交付仓储费用（2 美元），余下的部分就是每盎司 3 美元的套利利润。为了防止套利的发生，期货合约必须以每盎司 422 美元的价格进行交易。

这个套利是建立在几个假定的基础上的。首先，假定投资者借入和借出的利率是相同的，皆为无风险利率。其次，当期货合约估价过低时，假定期货合约的买方（套利商）能够卖空商品并从商品货主手里重新获得商品的所有权，这样就省下了仓储费用。因为在套利之内，价格的限度无法再扩张，因此在这个意义上，这些假说是不切实际的。

期权套利。作为衍生证券，期权在一个非常重要的方面与期货有所不同。它们代表的是权力而不是义务——买入期权给予你购买的权利，出售期权则给了你以特定价格（称为行使价）出售资产的权力。因此，期权的一个重要特征就是期权买方只有在获得最佳利润的情况下才会行使期权，这样一来，他们的损失就不会超过他们为期权所支付的金额。举个例子，假定你支付了 4 美元来购买微软公司一个为期半年的买入期权，行使价为 50 美元。那么，在接下来半年中的任何时间里，你都有权以每股 50 美元的价格购买微软公司的股票。显然地，你只会在微软的股价超过 50 美元时行使这个权力，而权力的行使所为你带来的毛利就等于股票价格和行使价之间的差额。如果微软的股票价格下跌到 50 美元以下，你将不会行使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你的期权而会损失了你为期权支付的费用。通过运用具有相同行使价的出售期权，你可以得到以 50 美元的价格卖出微软股票的权力，而你也只有当其股价低于 50 美元时才会行使该期权。

在期权市场上最容易获得的套利机会出现在期权违反了定价限度时。例如，没有期权会以低于其行使价值的价格卖出。

在一个买入期权里：买入价值 > 相关资产价值 – 行使价格
在一个出售期权里：出售价值 > 行使价格 – 相关资产价值

例如，在一个买入期权中，若一个当前交易价格为 60 美元的股票，其行使价格为 50 美元，那么卖出的价格不应该少于 10 美元。如果它是以低于 10 美元售出，那么通过购买该期权并行使该权力可带来立即的利润。

事实上，你可以缩紧买入期权的这些限值范围。如果你乐意对相关资产和期权进行交易，并在期权期满前保持持仓，那么这些限值范围就变成：

在一个买入期权里：买入价值 > 相关资产价值 – 行使价格的现值
在一个出售期权里：出售价值 > 行使价格的现值 – 相关资产价值

要知道为什么是这样，那就要参考先前例子中的买入期权。假定一年后到期的期权，其无风险利率为 10%。

行使价格的现值 = 50 美元/1.10 = 45.45 美元
买入价值的最低限值 = 60 美元 – 45.45 美元 = 14.55 美元

买入期权必须以高于 14.55 美元进行交易。如果以低于 14.55 美元交易，比方说 12 美元，那会出现什么情况呢？你将会以 12 美元购进买入期权，并以 60 美元的价格卖空股票股份，从而对无风险利率为 10%的 48 美元（60 美元–12 美元）的净进款收入进行投资。考虑一下，从现在起的一年内会出现什么情况：

- 如果股票价格高于行使价格（50 美元）：首先你可以从无风险投资中获得收入（48 美元（1.10）= 52.80 美元），接着行使期权（以 50 美元的价格购买该股票），然后返还股票填补卖空。那么你将会获得 2.80 美元的差额。
- 如果股票价格低于行使价格（50 美元）：你可以从无风险投资中获得收入（52.80 美元），然后在公开市场以现行价格（将会低于 50 美元）购买该股票，最后获得差额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

换句话说，现时你无需任何投资就能保证在未来获得证明的盈利。对于出售期权，你也可以举出同样的例子。

套利限值范围对于不支付股利的股票以及仅在期限结束时才行使的期权（欧洲式期权）最为有效。而现实世界中的大多数期权都是针对支付股利的股票并且可以在有效期间行使权力（美式期权）。然而，即使是这样的一些期权，你也不会看到以违反这些限值范围的巨额边际利润来进行交易的短期期权，这一部分是因为即使对于美国上市期权来说，短期期权的行使也是非常罕见的，而且其股利往往是很少的。随着期权变成长期的，股息也会变高并且更不确定，你很可能会发现一些超过了这些定价范围的期权，但你却无法从中获得利润。

关于 20 世纪 70 年代早期出现的革命性期权定价的其中一个主要领悟就是，一个通过贷款和购买相关股票而建立的投资组合，如果构建合理，那么将会拥有和买入期权一样的现金流。这种投资组合被称为复制投资组合。事实上，费雪·布莱克（Fischer Black）和米伦·斯科尔斯（Myron Scholes）注意到复制投资组合与已交易期权有着相同的现金流，那么它们应该会以相同的价钱售出，通过这个他们运用套利论据推导出了期权计价模式。如果你能够以低于复制投资组合建立成本的价格买到上市期权，那么你将会通过买入上市期权、卖出复制投资组合而获得无风险利润，因为这两种形式的现金流将会相互抵消。如果复制投资组合的成本低于期权，那么你会通过买入复制投资组合、卖掉期权来获得利润。

准套利

在准套利里，你要么拥有两份虽然非常相似但却不尽相同而且定价也不同的资产，或是拥有被错误定价但却不保证价格会达到统一的相同资产。无论在这些情况下你的交易策略有多么精明，你的持仓将不会是无风险的。参考 3 个例子。

- 相同的证券，多样的市场：在现今的全球化市场上，许多股票会在多个市场上市。对于同样的股票，如果你能够在一个市场上以某个价格购买，并同时以更高的价格在另一个市场上售出，那么你就能获得一份无风险利润。在现实世界里，即使是同一家在不同的市场上市的公司，其在不同市场上的交易形式也会有所不同。例如，许多非美国公司在美国市场上以美国存托凭证进行交易，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时它们的股票也在它们的当地市场进行交易。如果对美国存托凭证与当地股票的转换不加以限制，那么两个市场间的巨大差价就形成了潜在的利润。

- 封闭式基金：在一个传统的共同基金里，随着基金资金的流入和流出，股票的数量也会出现上涨和下降，而且每份股票都以其净资产价值——市场价值除以股票数量——进行定价。封闭式共同基金与其他共有资金不同点体现在一个非常重要的方面。和其他上市公司一样，它们在市场上交易的股票数量是固定的，并且市场价格与净资产价值可以是不同的。换句话说，一个封闭式基金能够以远低于或者远高于其持有的证券市场价值的价格进行交易。如果一个封闭式共同基金的每股市场价低于每股净资产价值，那么将会存在一个潜在的利润，但是该如何兑现这些利润则是不确定的。
- 可转换套利：一个可转换债券含有两种证券：传统债券和公司股票的转换择权。当公司拥有与普通股票、认股权证、优先股和传统债券等一同发行的可转换债券或者可转换优先股票，那么你完全有可能会发现其中有一种证券相对于其他来说是被错误定价了的，并且通过对其中两种或更多的这些证券进行组合从而构建出一个近乎无风险的策略。

假套利或者投机套利

在投资世界里，套利这个词被滥用得很厉害，许多被当作是套利的策略实际上都为投资者带来了很大的风险。参考以下例子。

- 配对套利：在标准套利里，你会以某个价格买入一份资产，然后以不同（且更高）的价格卖出一份完全相同的资产。在配对套利里，你买入一支股票（比方说通用汽车公司），然后卖出你看起来非常相似的另一支股票（比方说福特汽车公司），并坚持认为你并没有面临风险。显然地，这个策略并不是无风险，因为没有两支股票是完全相同的，而且即使它们非常相似，也没有理由认为它们的价格一定会达到统一。
- 兼并套利：在第10章里，我们探讨了在收购宣布后购买收购所涉及公司的股票的策略。这个策略称为兼并套利，然而你也许很难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明白为何它会被称为套利。这个策略所获得的利润并不是无风险的，而且还具有一定的投机性。

查看证据

毫无意外的是在过去十几年，曾被有经验的研究者发掘出来的套利机会相对很少。事实上，这种机会的存在可能首先就已经让你感到惊讶的了。正如你将会在这节看到的，关于套利机会的证据是不清晰的，并且会因你的观点不同而有不同的解读方式。效率市场的支持者根据证据认为由于交易成本和执行问题的缘故，投资者无法充分利用市场来赚钱。那些相信市场会有崩盘之时的投资者则认为，那些被错误定价的资产可以被部分而不是所有的投资者所利用。

纯套利

检验套利机会是否存在的一个方法就是查看期货和期权合约如何被市场定价。然而，仅这个证据本事是非常无力的，因为你必须以这些价格进行交易来获取无风险利润。第 2 种检验套利的方法就是对那些声称进行套利操作的投资者所获得的利润，以证实他们是否获得了成功。

期货和期权市场。或许你会问，如果期货和期权套利是如此简单，那么套利机会怎么会在效率市场上出现呢？例如在商品期货市场上，1983 年的一项研究发现关于套利机会的证据几乎没有，而且在更近的一段时期里的研究亦证实了这点。在期货和期权市场上，有证据显示套利实际上是可行的，但这仅是在非常短的时期内而且是仅对小部分投资者有效。交易成本的差额看起来能为大部分的差额作出解释。大型机构投资者拥有贴近零交易成本以及即时获取相关资产与未来市场信息的能力，他们或许能够发现和利用套利机会的优势，这是个人投资者可能无法做到的。此外，这些投资者更可能会满足套利的相关要求——能够以贴近无风险利率的比率获得贷款并且可以卖空相关资产。

然而，请注意，即使对这些大投资者来说，他们获得的利润也是很小的，并且套利并不是利润的可靠来源，除非你在以下 3 方面中的某方面有着较强的竞争力优势：第一，你可以尝试获得优于其他投资者的交易成本优势，但这是很难实现的，因为和你竞争的是其他大型的机构投资者；第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二，你或许可以通过拥有比其他人更早获得消息的渠道来发展信息优势。然而，同样的，大多数的信息都是关于定价的信息并且是公开的。第三，你可能会在其他人知道之前，在某个特殊的期货合约或者期权合约的定价上发现信号。

当期货或期权合约首次被引入一项资产的时候，套利出现的可能性似乎最大，因为投资者需要花费时间来理解期货定价的细节。例如，投资者需要花费一段时间去了解如何为股票指数和国库券期货进行定价。根据推测，理解能力较市场快的投资者能够占有期货和期权合约错误定价的早期优势，并赚得丰厚利润。

固定收入套利。相比股票，套利对债券更为适用，因为后者的寿命有限，并具有固定的现金流。政府公债尤其如此，它们同样保证有固定的现金流。参考一个非常简单的例子，你可以通过购买那些到期日与国库券付息日相吻合的零息票政府债券来复制一个 10 年期的国库券的现金流。例如，如果你投资了 100 万美元买进息票率为 8%的 10 年期国库券，那么你可以预期在未来 10 年里每隔半年支付的 400 亿美元的现金流，并且在第 10 年末获得 100 万美元的现金流。要获得与之完全相同的现金流，你可以选择购买在未来 10 年每半年到期的面值 4 万美元的零息票政府债券，以及额外购买一份 10 年期的面值为 100 万美元的零息票债券。由于两种操作下得到的现金流是一致的，所以你会预期以相同的价格对两种债券持仓进行买卖。如果它们并不是以相同价格交易，那么你会买入较便宜的持股而卖出较贵的那个，这样能在当刻锁定利润并避免了未来现金流或风险的出现。

在企业债券里，除违约风险外，你可能还要面对其他额外的风险。因为不可能存在违约风险完全相同的两家公司，所以在利用不同实体发行的企业债券时，你可能会遇到某些风险。事实上，由于抵押及构成方式的差异，因此即使同一个实体所发布的两种债券也不会是完全相同的。某些套利商认为，债券评级可以作为违约风险的一个不错的指标，买入一个 AA 级的债券并同时卖出另一个 AA 级的债券应该是无风险的，但是债券评级却不是违约风险的完美指标。事实上，你会发现套利所涉及的证券非常广泛，例如，以房地产抵押作担保并且有现金流作保证的证券会存在套利机会。虽然你可以面对冲掉大部分的现金流风险，但是现金流自身特性仍会为你带来一定的风险。例如，在以房地产抵押作担保的证券中，房主支付

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的不可预知的预付费用则会将许多“无风险”投资持仓置于风险之下。

有没有任何证据能表明投资者可以找到足够被错误定价的债券来获的套利利润？一项关于国库债券拆分计划——允许投资者将国库券分拆以单独出售它单个现金流的计划的评估发现，在该计划早期提出时确实在这些市场上存在有潜在的套利机会，但是却缺少相关证据以说明交易是否由这些机会所驱使。对西班牙债券市场的一项研究或许对在这个问题上的分析有所帮助。通过对 1994~1998 年间西班牙市场上的无违约风险的债券和不含选择权的债券的调查，其得出的结论是，套利机会围绕着金融市场中的改革而出现。或许你会深入这些发现，而进一步认为，在引进新型债券时的债券套利机会可能是最优的：20 世纪 80 年代早期以房地产抵押作担保的证券、90 年代末期的通膨保护国债以及 80 年代末期的国库券拆分计划。随着投资者对这些债券的进一步了解和熟悉，他们知道该如何对它们进行定价，从此，债券所出现的套利机会也就逐渐淡化掉了。

准套利

准套利比纯套利更容易发生，而且其形式也比较多样。在本节里，你将会查看到准套利策略随着时间而不断累积的证据。

相同的证券，多变的市场。很多大型的公司像荷兰壳牌（Royal Dutch）、通用电气（General Electric）和微软（Microsoft）都在多个市场的不同板块上进行交易。由于同样的股票可以在一天内的不同时间里在超过一个市场上进行买卖，人们因此认为可以在一个市场上用一种价格买入股票，然后同时在另一个市场以一个不同的（或更高的）价格卖出相同的股票。股票会以不同货币进行交易，而为了使其成为无风险交易，那么这种买进卖出的交易就必须在同一个时间发生，并且你还必须通过将外币进款瞬间转换为本国货币来消除汇率风险。你的交易利润还必须足以弥补两个市场的不同交易成本。另外，市场中也会出现相同的股票在同一个国家的不同市场进行交易的这种特殊情况。通过对在捷克的两个证券交易所——布拉格证券交易所（PSE）和 Registration Places System（RMS）——上市的 84 支捷克股票进行研究，发现两个市场的价格调节相当缓慢，并且还出现了套利机会（至少在名义上）；两个市场上的价格相差约为 2%。这些套利的出现机会对于流动性较弱的股票会有所增加。虽然研究的作者考虑了交易成本，但是他们没有考虑到这些股票在交易时产生的价格冲击，以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及套利利润会否在交易中被冲抵掉。

有许多亚洲、拉丁美洲以及欧洲公司的美国存托凭证在美国市场上市交易。存托凭证是在投资者决定投资一个非美国公司的时候发行或建立起来的，并约定由他们的经纪人来安排买卖。这些经纪人通过其公司的国外办事处或当地的证券商来购买当地市场的股票，并要求将股份递送至该国的存托银行管理人处。最初发起交易的经纪人则会将从投资者处收到的美金兑换成相应的外国货币，然后支付给当地的证券商。在股票递至保管银行的当天，管理人向存托银行发出通告。通过这样的通告，存托银行向初始经纪人发放存托凭证，然后初始经纪人将存托凭证转交投资者。这些存托凭证为投资者创造了一个声称与原本可能在本地市场所购买的股票相当的等价物，因此这些存托凭证的交易价格应该与本地的股票价格相一致。到底是什么使得它们出现这些差异并且具有比双重挂牌的股票更高风险性呢？这是因为美国存托凭证并不总是与在当地交易的普通股票进行直接比较的。例如，一份墨西哥电信（Telmex）的美国存托凭证可以兑换成 20 份的墨西哥电信公司股票。不过，要将一份美国存托凭证兑换成当地股票可能会是非常费时且费钱的事情。而在某些例子里，表决权也会产生一定的差异。

抛开这些限制不管，你会预期一份美国存托凭证的价格可以更贴近当地市场的股票价格，虽然由于美国存托凭证以美元面值发行而需要进行货币管理外包操作。有关美国存托凭证和当地股票之间的联系的一项调查得出，美国存托凭证价格变化可归因于相关股票的价格变动，并且美国存托凭证会对美国市场反应过度而对汇率及发行的股票则反应过淡。然而，由于价格的统一是非常缓慢且不可预测的，所以投资者将可能无法利用美国存托凭证被不合理定价的优势。不过，在将美国存托凭证兑换成当地股票的长期的投资时段里，你可以利用定价所出现的显著差异的优势而获利。

封闭式基金。在美国和英国两个市场上，封闭式共同基金具有一个非常奇怪的特征。在创立时，它的价格通常是根据每股净资产价值溢价而定价的。然而，当封闭式基金进行交易时，其市场价格开始下降，并维持在低于净资产价值的水平。在任何指定的研究时段里，大约 60%~70%的封闭式基金都是以低于净资产价值的水平进行交易的。其中有些折扣较大，超过了 20%。

或许你会问，那又如何？许多公司以低于其资产的预计市场价值的水

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平进行交易。或许这些都是事实，但有封闭式基金却因以下两个原因而显得非常独特。第一个，其资产是所有已上市的股票，因此在任何时期，它们的市场价值都是已知的，而不是估算值。第二个，要清算一个封闭式基金的资产并不困难，因为这些资产都是上市的股票或债券。因此对它们进行清算既不费钱也不费时。了解了这两个原因，你或许会想知道，为何不以折扣价购买封闭式基金，然后自行清算或期望其他人对它们进行清算呢。另外，你也可以推动封闭式基金转变为开放性基金，以使价格在净资产价值水平上达到统一。图 11-1 显示了英国市场上的 94 支由封闭式基金转变成开放性基金的表现。

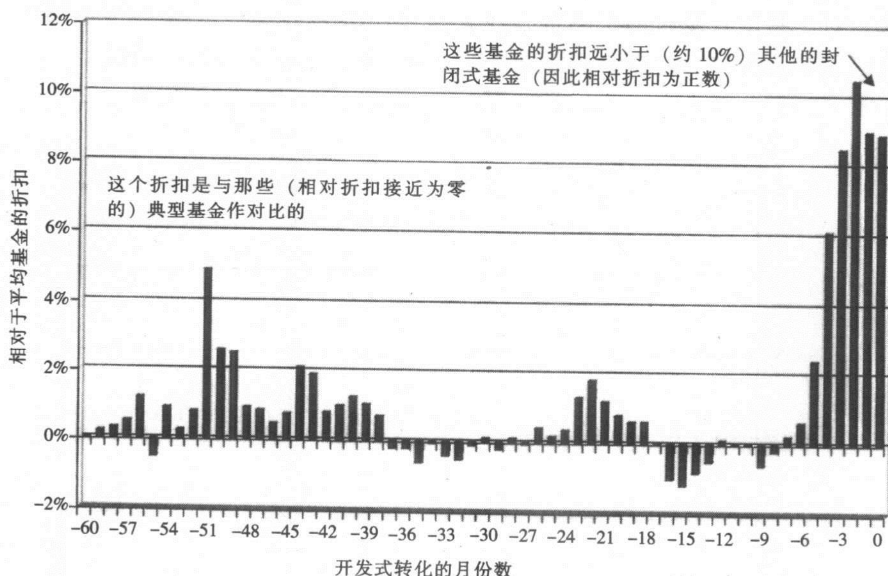


图 11-1 变成开放式基金的封闭式基金的相对折扣

注：数据来自于 Dimson and Minio-Kozerzki。这些是英国市场里将要转化成开放式基金的封闭式基金的平均相对折扣，即转成开放式的封闭式基金与其他封闭式基金之间的折扣差额。正数说明了它是个相对较小的折扣。

请注意，随着开放日当天的来临，其价格折扣相对于平均封闭式基金会变得越来越小。例如，价格的折扣从其他基金票面价值的相对折扣价逐渐变成比典型封闭式基金低约 10%。

那么，这其中的蹊跷是什么呢？在实践中，以低于股票的净资产价值来收购一个封闭式基金看起来似乎很困难，这有几个原因，有些是与公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管治有关，而有些则与市场流动性有关。关于封闭式基金被清算可以举出不少的例子，但同样也存在不少的例外。购买已打折基金并期望着折扣的消失，这样的投资策略又如何呢？这个策略很显然并非无风险的，但是它确实可以作出几点保证。与其相关的一个研究对自 1940~1975 年的封闭式基金进行了分析，它指出，购买打折基金可以为你带来 4%的年超额回报。1986 年的一项分析公布了,购买折扣变宽的封闭式基金并卖出折扣缩窄的基金的策略——应用在封闭式基金上的逆向投资策略——产生了超额回报。一项关于封闭式基金的研究指出，20%或更高折扣的基金比其他封闭式基金多赚了大约 6%的利润。与英国所进行的相关研究一致，这似乎反映了对于封闭式基金的平均折扣显著回归。图 11-2 研究的是英国市场的封闭式基金折扣，它追踪了最高及最低折扣基金的相关的折扣情况。

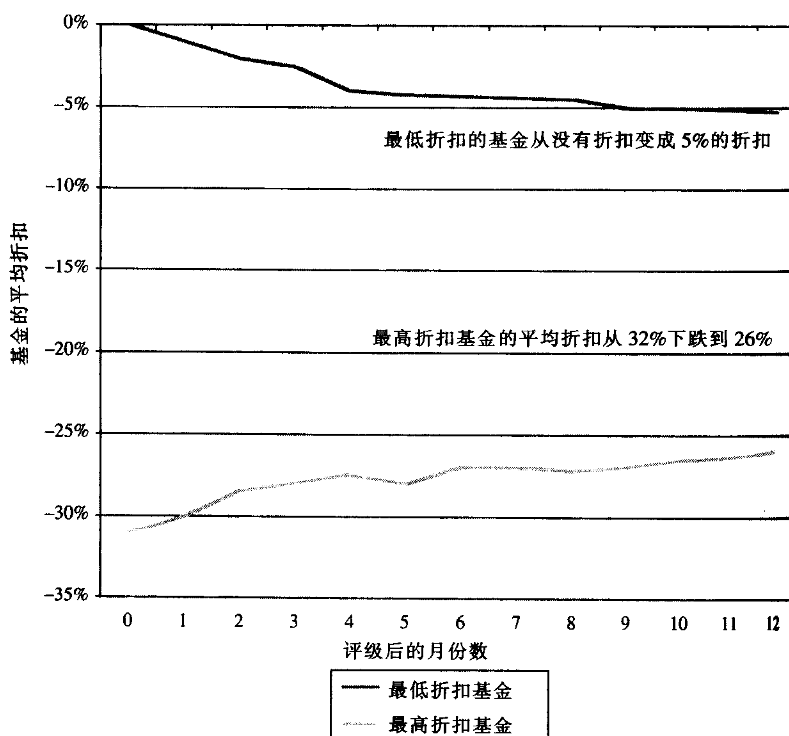


图 11-2 最大折扣的及最小折扣的基金随着时间的折扣变化

注：数据来自于 Minio-Paluello。在基金选取后可获取的 12 个月内的最大折扣的及最小折扣基金的折扣数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

请注意，最高折扣基金的折扣出现下降趋势，而最低折扣基金的折扣则呈上升趋势，而随着时间的过去，两者之间的差距在逐渐缩减。

可转债套利。在可转债套利的一种最简单形式中，因为转换期权是一种股票的买入期权，所以你可以通过构建相关股票及国库券的组合（一个复制投资组合）来建立与之等价的投资产品。若在其中加入一个传统债券可建立一个可转换债券的等价品，这被称为合成可转换债券。一旦你能够做到这点，你就可以利用可转换债券与合成可转换债券之间的差价优势来获得套利利润。在更为复杂的套利形式里，当你同时对公司的认股权证、可转换优先股以及其他期权进行买卖时，你可以寻找那些相互之间被错误定价的期权，然后买入较便宜的期权并卖出相对较贵的期权。

假套利或投机套利

在第 10 章里，你查看了一些关于合并套利的经验性证据。总结这些发现，合并套利确实为其投资者带来了良好回报，但是它当然不是无风险的。事实上，这个策略如果失败的话很可能会带来重大的负面损失，而即使成功也仅能产生小额的正面利润。现在来分析一下配对套利的证据，在这里，你会找出被相互错误定价的两支相似股票从而买进其中较便宜的（或卖出较贵的）的股票。那些在华尔街运用配对套利策略的投资者习惯于去寻找有着高度相关性的两支股票。这通常会找到两支处于相同行业板块的股票，就像通用汽车公司（GM）和福特汽车公司（Ford）。一旦进行了股票配对，你就需要计算两支股票间的差额并将这个差额与历史标准进行对比。如果差额太大，那么你就需要买入较便宜的股票，而卖空较贵的股票。在通常情况下，这一策略一般是自筹经费的。

例如，假定福特汽车公司曾仅以通用汽车公司 1/3 的价格进行交易。如果福特汽车公司当前交易价为 20 美元，而通用汽车公司的交易价为 40 美元，那么相对福特汽车公司来说，通用汽车公司是定价过高的。从而你会买入福特汽车公司的两份股票并卖空一份通用汽车公司股票，这个投资持仓的资金是自行筹集的并不需要你额外的资金投入。如果你的决策是正确的，而两支股票的差额呈现了缩减，那么你将会在该配对投资持仓中获得利润。

这样一个完全依赖过去的价格的过于简单化的策略，能否来带来超额利润呢？在 1999 年，一项基于 1982~1997 年间的配对交易的研究对交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规则的多样性进行了测试，其中运用了以下测试方法：

- 首先通过筛选得出那些每天都进行交易的股票，该研究的作者通过寻找变化最接近的股票为每支股票找出了匹配对象。当他们完成了所有股票的配对后就立即以区分这些配对的最小方差来对其进行研究。
- 根据每一对股票，他们追踪了每支股票的定价，如果两者差额超过历史范围的两个标准方差，就通过买入便宜且卖出较贵的股票来实现投资持仓。

在 15 年来，配对交易策略明显表现得比买入并持有的策略要好。投资前 20 大配对股票的投资策略在半年期内赚得大约 6%的超额利润，而对于前 20 以下的配对股票，其产生的利润则逐渐减少，不过仍能持续获得利润。当配对股票是基于行业（而不仅是基于历史价格）而建立起来时，虽然仍能产生超额利润但却回报不多。对策略中的买卖差价进行控制会使得超额利润降低 1/5，不过该利润仍是非常可观的。

尽管总体交易策略看起来似乎是有希望的，但在该策略中有两点是值得强调，并在运用时也需多加注意的。第一，前面所引用的研究发现，在约 1/6 的时期里，配对交易策略带来的是负面的亏损，而且配对股票之间的差额通常会先发生扩大然后才会呈现缩减趋势。换言之，这是一个具有风险性的投资策略，因此它要求投资者能进行较低成本的即时交易。第二，引用一个著名定量分析家大卫·肖的观点：在 20 世纪 90 年代末期，由于有太多的投资银行采用这样的策略，从而使得可供选择的定量策略（如配对交易）变的越来越少了。随着新鲜感的消失，配对交易似乎无法再产生像 20 世纪 80 年代那样丰厚的利润了。

数据的处理

如果套利策略可选的范围很广，那么根据不同策略的选择，你构建的投资组合看起来也会很不一样。在这节的前一部分，你将会通过查看一个期货市场（黄金）和一个期权市场（证券指数）来分析你是否可以找出纯套利的明显候选者。在这节的后面部分，将会建立折扣很低的封闭式基金与存托凭证的投资组合，并检验其潜在回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期货套利和期权套利

商品及金融资产的期货合约是否遵守定价规则以阻止套利的出现呢？以黄金期货合约作为例，这种合约的仓储费用较低但价格却比较高。表 11-1 列出了 2003 年 4 月 4 日在芝加哥板块交易上市的黄金期货合约的价格。当时，黄金的现货价格为每盎司 324.9 美元；表里同时也列出了当时的无风险利率。假定仓储费用为零，其预计价格或理论价格计算如下：

$$理论价格 = 黄金现货价格\ (1 + 无风险利率)$$

请注意，每份期货合约的实际价格与理论价格是非常接近的（在 0.5%以内）。

另外，表 11-2 列出了在 2003 年 4 月 4 日标准普尔 500 指数上具有不同执行价的买入和售出期权以及它们当时的价格。该表摘录时的指数现货价为 876.04 美元。

你可以利用很多测试来检验简单的套利机会。例如，考查在 2003 年 6 月到期的买入和售出期权。表 11-3 对买入和售出期权的价格与这些期权的执行价进行了对比。

例如，以 865 美元的执行价行使一个买入期权将会产生一个等于指数当前水平（876.04 美元）与执行价之间差额的行使价值。

以 885 美元的执行价执行一个售出期权将会产生一个等于执行价与当前指数水平之间差额的利润。没有一个 6 月份期权以低于执行价值进行交易。事实上，回到表 11-2，它列出了所有已交易的期权，没有任何一个期权违反了简单套利原理。虽然这个套利机会测试并没有太大说服力，但是你可以在这些测试的基础上再进一步研究，以检验更多的套利机会，然而最后你会发现根本无法找到任何（或者说至少看起来能容易被利用）的套利机会。

大体而言，你可以在数周内每天浏览期货和期权，但却找不到明显的套利机会。即使真让你找到一个明显错误定价的股票，你找到的可能是被错误印刷的，或是你本身对定价公式产生了误解，又或是你无法以所发现的错误价格来执行。换言之，关于纯套利机会，如果真的存在了，那么它很可能是以非常隐蔽的形式出现，而要发现它们则需要进行更多负责的研究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11-1 黄金期货合约：实际的及预期的期货价格

月份	实际期货价	到期时	无风险利率	预计价格	价格差额
2003年 4 月	325.3	0.08333333	1.25%	325.24	0.02%
2003年 5 月	325.6	0.16666667	1.26%	325.58	0.01%
2003年 6 月	326	0.25	1.27%	325.93	0.02%
2003年 8 月	326.7	0.41666667	1.27%	326.61	0.03%
2003年 10 月	327.2	0.58333333	1.28%	327.32	–0.04%
2003年 12 月	327.7	0.75	1.35%	328.18	–0.15%
2004年 2 月	328.3	0.91666667	1.38%	329.01	–0.22%
2004年 4 月	328.8	1.08333333	1.41%	329.87	–0.32%
2004年 6 月	329.3	1.25	1.43%	330.72	–0.43%
2004年 8 月	330	1.41666667	1.45%	331.59	–0.48%
2004年 10 月	331.1	1.58333333	1.48%	332.55	–0.44%
2004年 12 月	331.9	1.75	1.51%	333.53	–0.49%
2005年 2 月	332.8	1.91666667	1.52%	334.43	–0.49%
2005年 6 月	334.6	2.25	1.56%	336.42	–0.54%
2005年 12 月	337.6	2.75	1.50%	338.48	–0.26%
2006年 6 月	341.6	3.25	1.58%	341.88	–0.08%
2006年 12 月	346.2	3.75	1.70%	346.10	0.03%
2007年 6 月	351.1	4.25	1.84%	351.08	0.01%
2007年 12 月	355.9	4.75	1.93%	355.78	0.03%

表 11-2 标准普尔 500 指数期权：2003 年 4 月 4 日

执行价格	买入期权			卖出期权		
	4月	5月	6月	4月	5月	6月
865	23.9	35.8	45.1	15.6	27.5	36.8
870	21	23.9	42.2	17.7	29.6	38.9
875	18.3	30.2	39.5	20	31.9	41.2
880	15.8	27.6	36.9	22.5	34.3	43.6
885	13.6	–	34.4	25.3	–	46.1
890	11.6	23	32	28.3	39.7	48.6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11-3 市场价格与执行价格：2003 年 6 月期权

执行价格	买入期权		卖出期权	
	市场价格（美元）	简单执行：S–K（美元）	市场价格（美元）	简单执行：K–S（美元）
865	45.10	11.04	36.80	0.00
870	42.20	6.04	38.90	0.00
875	39.50	1.04	41.20	0.00
880	36.90	0.00	43.60	3.96
885	34.40	0.00	46.10	8.96
890	32.00	0.00	48.60	13.96

存托凭证

数百家非美国公司在美国市场推出了存托凭证交易。为了要在市场上找出错误定价的信息，表 11-4 列出了 2003 年 3 月 4 日 20 支最具流动性的美国存托凭证的价格以及其在当地上市的美元价值。

价格是同一时间从美国市场和国外证券交易所获取的，而且当地上市的价格已按当时汇率兑换成美元。你会发现相互之间的价格在一分或者两分内。这有两个显然的原因。其一是，这些美国存托凭证能够以相对较低的成本转化成当地上市的股份。另一个就是，它们在当地市场及美国存托凭证市场上都有很大的交易量。美国存托凭证与当地股票价格之间的任何重大差额几乎都会被即时套利。

有些国家对美国存托凭证兑换成当地股票加大了限制条件。例如，对于在美国市场推出美国存托凭证交易的印度公司来说，这是确实存在的事情。这些美国存托凭证通常都是以与当地股票价格相差很远的价格进行交易的。表 11-5 总结了在美国交易量最大的一些印度公司的美元价格。

每一个美国存托凭证都是以当地股票价格的溢价进行买卖的。例如，Infosys 公司是印度最大最著名的科技公司之一，其美国存托凭证以超过当地股票 41%的溢价进行交易。如果对这类交易不存在任何限制，那么你可以在孟买证券交易所购买当地股票，然后卖空其美国存托凭证。这样你就可以将当地股票转换成美国存托凭证并进行交割，从而获得利润。

封闭式基金

在 2003 年 3 月，有数百家封闭式基金在美国市场上市。图 11-3 提供

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11-4 美国最具流动性的 ADR：2003 年 4 月 4 日

DR 发行	ADR价格（美元）	当地股份价格（美元）
Nokia Corporation	14.70	14.71
Ericsson Lm Telephone Company	6.99	6.98
Sap Ag	19.82	19.83
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co	7.55	7.55
Bp Plc	39.01	38.95
Royal Dutch Petroleum Co	42.06	42.04
Teva Pharmaceutical Industries Ltd	44.07	44.07
Vodafone Group Plc	19.00	18.99
America Movil Sa De Cv-Series "L"	14.50	14.52
Stmicroelectronics NV	18.64	18.64
Telefonos De Mexico SA De CV-Series "L"	30.67	30.66
Business Objects SA	18.33	18.33
Gold Fields Limited	10.19	10.19
Tele Norte Leste Participacoes SA	9.29	9.30
Astrazeneca Plc	34.85	34.86
Hsbc	52.87	52.89
United Microelectronics Corporation	3.27	3.26
Cemex SA De Cv	18.25	18.25
Asml Holding Nv	6.91	6.91
Petroleo Brasileiro SA-Preferred	15.28	15.26

表 11-5 ADR 和当地股份价格：印度公司

公司名称	ADR价格（美元）	当地价格（RS）（美元）	当地价格	溢价（折价）	市价总值$（当地市场）
Dr Reddy (Rdy)	19.60	915.2	19.35	1.30%	1 629.60
Hdfc Bank (Hdb)	17.30	240	15.35	12.70%	1 427.90
Icici Bank (Ibn)	6.60	136.8	5.77	14.40%	1 768.60
Infosys Tech (Infy)	62.90	4 226.80	44.58	41.10%	5 903.70
Mtnl (Mte)	4.20	97.5	4.09	2.60%	1 295.90
Satyam Comp (Say)	9.10	186	7.82	16.40%	1 234.00
Silverline Tech (Slt)	1.50	7.2	0.30	400.30%	13
Vsnl (Vsl)	3.40	76.8	3.25	4.70%	461.5
Wipro (Wit)	29.50	1 251.50	26.36	11.90%	6 139.70

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

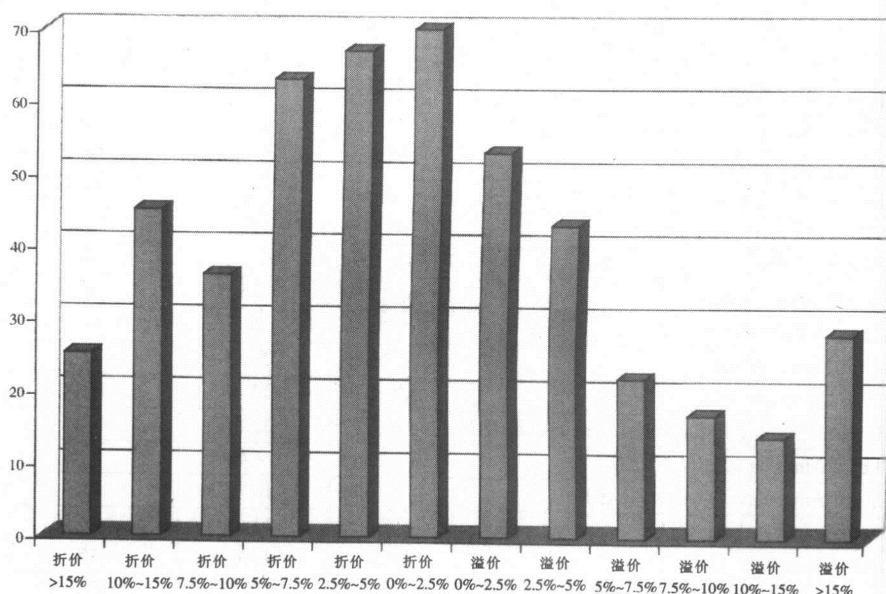


图 11–3 封闭式基金的折价/溢价：2002 年 6 月

注：数据来自于 Morningstar。这是封闭式基金股份交易价相对于净资产价值（NAV）的折价或溢价。

了 2002 年 6 月美国市场上所有封闭式基金净资产价值的价格分配。

请注意，几乎 70%的封闭式基金交易都是以净资产价值的折扣价格进行买卖的，而折扣中位数大约为 5%。

有的基金以大额折扣进行交易，表 11–6 列出了其中折扣最多的 20 支基金。

这些封闭式基金呈现出波谱排列，而以新兴市场基金最为突出。如果你能够以其折扣市场价格购入这些基金，并以市场价值对其资产进行清算，那么你就能获得大量利润。以 Equus II 基金为例，你可以用 1 亿美元买下基金所有的股票，然后以 1.71 亿美元卖掉可有价证券，从而获得 0.71 亿美元的利润。

故事的更多分析

如果你是一个多疑的投资者，你很可能总是犹豫不决而不采取行动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11-6 美国市场的最大折扣的封闭式基金：2003 年 3 月

股票代码	折　扣	交易量	资产:(百万美元)
Equus II (EQS)	−44.33%	3 881	171
meVC Draper Fisher Jurvetson I (MVC)	−27.77%	36 565	109
Bexil Corporation (BXL)	−25.03%	2 349	9
Indonesia Fund (IF)	−22.28%	28	11
Thai Capital (TF)	−22.20%	473	19
Singapore Fund (SGF)	−20.76%	14 794	66
New Ireland (IRL)	−19.95%	7 517	96
Morgan Funshares (MFUN)	−19.84%	533	6
First Israel (ISL)	−19.64%	5 651	75
New Germany (GF)	−19.27%	39 393	124
Morgan Stanley India Investment Fund (IIF)	−18.61%	32 567	172
Latin America Equity (LAQ)	−17.68%	9 409	89
Latin American Discovery (LDF)	−17.63%	12 821	85
Scudder New Asia (SAF)	−16.80%	11 506	84
Malaysia Fund (MF)	−16.67%	13 049	46
Emerging Mkts Telecommunications (ETF)	−16.61%	12 365	112
Central Securities (CET)	−16.37%	11 511	366
Swiss Helvetia (SWZ)	−16.36%	21 471	287
John Hancock Bank & Thrift (BTO)	−16.29%	189 085	804
Brazil Fund (BZF)	−16.27%	26 316	168

毕竟，如果套利机会大量存在的话，投资就会变得非常容易。在这节里，你将会仔细考虑为什么投资者难以找到和利用套利机会的优势。

纯套利

纯套利的特性——两份定价不同的相同资产——这一性质使得它的出现非常短暂。换句话说，在一个投资者寻找无风险利润的市场上，微小的定价差异将会迅速地被利用而后消失。因此，要获得纯套利成功的两个首要条件是拥有实时交易的渠道并实施即时执行。纯套利里的定价差异很可能是非常小的，通常只是 1%的一小部分而已。

因此，要使得纯套利切实可行，你可以增加两个额外条件。第一个就是以优惠利率获得贷款的渠道，因为这样可以放大较小的定价差额。要注意的是，许多套利持仓都要求你能以无风险利率进行贷款。第二点就是因规模扩大而获得经济成本的节约，这种规模的交易量通常是以百万美元计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

算的，而不是以千为单位。在纯套利中获得成功的机构通常能够以无风险利率或者接近无风险利率获得几倍于它们股本的贷款来资助其套利交易，间接利用交易所保证的利润作为附属担保。

根据这些要求条件，不难发现，个体投资者通常都无法在纯套利中获得成功。就算是对机构投资者而言，纯套利也只是对其中一小部分机构投资者有效，而即使是对于这部分机构投资者，就以下两方面而言它也只不过是瞬时利润来源而已：第一，机构不能指望未来纯套利机会一定会出现，因为它要求市场不时地重复出现类似的定价错误。第二，一个明显的事实是一些机构所取得的套利获益吸引了其他机构入场，从而减少了未来套利利润出现的可能性。要在长期套利中取得成功，你必须坚持不懈地寻找新的套利机会。

准套利

对封闭式基金、双重挂牌的股票以及可转换证券的所有研究看来似乎都得出一个结论，那就是，利用市场中存在的许多无效率性能为投资者带来利润。然而，在所有这些策略里都有一定的剩余风险，这些风险的出现有时候是因为资产并不完全相同，而有时候却是因为没有合适的途径迫使价格达到统一而产生的。

不完全相同的资产。在可转债套利里，你试图通过对公司发行的股票和债券进行组合而创造一个合成可转换证券，然后将这些合成可转换证券的成本和可转换债券的实际价格进行比较。虽然在理论上合成及实际可转换证券是一致的，但现实世界的许多限制却妨碍了这些理论的实现。首先，很多发布可转换债券的公司并没发行定息债券，因此你则必须采用具有相似违约风险的另一家公司所发行的定息债券。第二，公司可以强行推动可转换债券的兑换，这样就会给套利投资持仓带来灾难。第三，可转换债券的到期时间也许很长。因此，在长期内也许不会出现价格的汇集，而你则必须能在这些时期内保持套利持仓。第四，交易成本和执行问题（对不同证券进行交易时所产生的）可能对套利造成阻碍。

这些有什么内在含义呢？你可以通过买入（卖出）可转换债券并卖出（买入）合成可兑换债券来创造那些看似套利的投资持仓，然而债券与其合成副本之间的差异可能会造成意想不到的损失。如果你是利用贷款来资助这些投资持仓，那么这些损失将更为巨大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缺乏汇集途径。在上一节里，你看到了在封闭式基金及一些美国存托凭证里存在有潜在套利机会的证据。封闭式基金以所持股票的折扣市场价值进行交易，并且现实市场中的某些限制有时候会导致美国存托凭证和当地股票之间的价格差异变得非常突出。然而，在两则案例中，你可能会发现你寻找套利的行为受到了现实市场限制的阻挠。

- 在封闭式基金中，你必须以打折的市场价格购买基金，清算其有价证券，并将其差额兑现出一定的利润。在每个阶段的操作中都可能会出现一些问题。许多封闭式基金交易比较冷淡，而在你积累这些基金的份额时很可能会逐渐把价格推高至净资产价值的水平。许多封闭式基金管理很严密，而要获得它们的管理权相对比较困难。即使假设你确实能以打折价格积累了封闭式基金的份额并能够对其资产进行清算，那么在出售股票时，你也将必须支付资本收益税，而这些税费很可能会彻底地冲销掉你所有的潜在收益。最后，你的交易成本必须是足够小，小到足以使你最终能获得利润。请注意，表 11-6 列出的 20 支折扣最大的封闭式基金中，大约有一半的基金来自于新兴市场，它们的交易成本相对高很多。毫无意外地，仅有少数的封闭式基金最终被迫进行了清算。
- 在美国存托凭证中，在获得套利利润过程中有两个潜在障碍。例如，在表 11-5 中标出的 Infosys 公司的美国存托凭证。为了获得利润，你必须要将当地股票转换成美国存托凭证，并卖空存托凭证。在前者上的操作上你可能会受到一些限制，而且美国存托凭证通常很难在长期内卖空。即使你可以在几个月内卖空美国存托凭证然后买入当地股票，你也无法确保价格的溢价会在那几个月内出现减少或消失，事实上，它却很有可能发生了上涨。

投机套利

在这一节里的策略被分类为投机套利，这并不是对这些策略的负面评价。有一些有成功希望的投资策略曾经有过产生超额利润的历史，但是它们并不是无风险的。更不幸的是，那些以前曾经在套利中成功获利的人会很容易转为准套利然后再转作投机套利，因为他们有资金进行投资。在某些事例中，他们在纯套利或准套利上获得的成功也许会为这种转换带来所需的资金。然而，当投资者进行这样的转换时，他们必须考虑一些潜在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的危险。

过重的财务杠杆（贷款）。对于财务杠杆必须做出评估以反映出策略的风险性的。在纯套利中，你可以借到100%的所需资金以启动该策略的运作。例如，在期货套利中，你可以借到100%的现货价格和借入商品。因为纯套利是没有风险的，所以这样的财务杠杆并不会造成任何损害。随着你向准套利和投资套利的转变，这样的财务杠杆就不得不相应减少。至于该减少多少则取决于策略中的风险程度以及你预计的价格汇集的速度。策略的风险越高，就越不能保证价格的汇集，从而你所负担的债务就应该越少。

价格冲击。如果在操作过程中不出现价格冲击，那么此时投机套利策略的效用最大。随着你有更多的基金可以投资，你的策略对其他人来说将会变得更清晰，从而你会面临到把最初吸引你到这个市场的那些错误定价消耗殆尽的风险。换言之，这个策略对那些能够在雷达下操作的较小型的投资者能发挥最大的作用，而对那些在交易时把注意力投注到策略上的大型投资者来说则成效不大。

小上涨，大下跌。虽然仅从合并套利和配对套利这两个策略来进行推断也许是比较危险的，但是它们俩都具有一个共同的特点。在大部分时间里，你都可以凭借这两个策略成为赢家，但是它们带来的利润却是很少的。你很少会失败，但是一旦失败，你的损失将会是很严重的。这些不对等的投资结果，会为粗心的投资者带来许多问题。例如，一系列长期的成功会使得投资者麻痹大意从而以为他们策略的风险值较实际的要少很多。如果他们因此而利用更多的贷款来实施这些策略，那么他们将会面对惨烈失败的风险。

长期资本管理公司的传奇。考虑将投机套利定为他们最佳投资哲学的投资者应当注意并吸取长期资本管理公司的经验教训。该公司由前所罗门商人约翰·梅里韦德（John Merriweather）在20世纪90年代早期建立，它承诺会汇集金融界的最有智慧的优秀人才来找出所有市场的套利机会并加以利用。为了实现第一部分的承诺，梅里韦德引诱了所罗门公司最好的债券商，并招揽了两个诺贝尔奖获得者入伙：米伦·斯格尔斯（Myron Scholes）和鲍勃·默顿（Bob Merton）。在它出现的前几年里，公司也同样实践了它们的第二部分的承诺，为华尔街的精英们赚得了大量的利润。在那些年份中，长期资本管理公司是其他公司羡慕的榜样，因为它利用了较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低成本的债务调节了它的资金，并对纯套利和准套利机会进行投资。随着他们所能支配的资金越来越多，公司必须扩大研究范围并开始对投机套利进行研究。虽然这并不是致命的，但公司仍然延续了其安全投资的做法继续使用同样的财务杠杆来投资这个更具风险性的项目。它在欧洲的配对交易上押了注，并减少了在国家债券市场上的扩散，它认为在投资组合中的所有投资将会是多元化的投资——即使某个投资出现亏损，但利润会在另一个投资中获利。在 1997 年，该策略在一个市场上（俄罗斯）的分拆性崩溃蔓延到了其他市场。随着投资组合的价值下跌，长期资本管理公司发现自己正面临着因其规模过大及财务杠杆过高的不利因素所带来的巨大压力。由于无法在不影响的市场价格的情况下进行平仓离场，在面临着贷款方的压力下，长期资本管理公司面临着破产的宿命。由于担心长期资本管理公司会连带引发市场其他投资者的惨败，美国联邦储备委员会专门为公司策划了一次紧急融资。

你可以从这场惨败中学到什么教训呢？除了“最好拥有高层的朋友”的这个极具讽刺性的教训，你可以指出，长期资本管理公司的垮台为投资者带来了以下几点启示：

- 规模是一把双刃剑。虽然它给你带来因经济规模而带来的交易成本上下降并且降低了资金筹集的成本，但是它也会对你的平仓离场带来一定的困难。
- 财务杠杆能够使低风险投资持仓变成高风险的投资，因为价格上小小变动也可能会导致股本方面的较大变动。
- 世界上最杰出的智囊团及最佳的分析工具都无法将你从反复无常的市场中解救出来。

在许多方面来看，长期资本管理公司的崛起与溃落应该被看作是一项证据，它证明了在投资中即使你有着最聪明的头脑，你有时也会错过或者故意忽视掉这些现实。长期资本管理公司最终毁灭的原因可能很多，但是其中最为直接的原因还是他们投入投机套利的大量持仓——配对交易、利率赌注——都是利用巨大的财务杠杆来实现的。

投资者的教训

对于那些自信已找到投资中的免费午餐的投资者来说，本章应该起到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为他们敲响警钟的作用。如果你想要寻找纯套利——以不同的价格购买两份相同的资产并锁定利润——你通常不会在流通市场上找到它。在非流动市场上，你可能会遇到这样的错误定价，但是你的交易成本必须很低，这样你才能赚到套利利润。

如果你寻找的目标是准套利——两份几乎相同的资产被错误定价，那么你成功的机会将会大很多。如果你选择追求这种套利机会，那么以下几点将会增加你成功的机会：

- 找出你与众不同的优势（如果有的话）。小小的自我评估也许能为你的投资迈出有价值的第一步。你必须找出你拥有的独特性格，它会对你利用其他投资者无法获得的套利机会优势起到一定的帮助。如果你是一个机构投资者，你应该用有比其他投资者更好及更及时的信息和更低的交易成本，从而利用这个优势获得套利利润。如果你是一个较小型的个人投资者，你的优势可能是你对投资时间长短的掌控能力，而且你也无需对没有耐心的客户负责。
- 了解剩余风险的存在。准套利并不是无风险的，你必须了解策略中所面临的风险的来源和程度。这会使你在筹集和设计投资策略时更贴近现实。
- 谨慎使用财务杠杆。因为套利的偏差很小，所以投资者经常进行巨额贷款来扩大他们的利润。然而，你必须把握好权衡的尺度。在你贷款时，你也同时增加了风险。你使用贷款的程度必定会反映出你投资策略的风险，风险越高，你的贷款额就应该越少。作账套利策略，即为所有策略贷同样的款数，可能会为你带来灾难。
- 有效地执行你的策略。套利机会往往是短暂的，因此你不得不迅速地利用他们的优势。当交易成本仍可控制时，执行必须迅速，要做到这点是不容易的。

大体而言，准套利策略不会对超小型投资者和超大型投资者产生作用。小型投资者会受到交易成本和执行问题的阻挠。超大型投资者在交易时将即刻对价格产生影响，从而冲销掉了可能获得的额外利润。如果你决定采用这些策略，你必须精炼你的策略，并将注意力集中到最有可能发生价格汇集的套利机会上。例如，如果你决定利用封闭式基金的折扣，那么你应该将注意力集中到折扣最多的封闭式基金上，并且特别关注那些管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

层会被迫转型为开放式基金的那些基金。你同时还应当避免在它们的投资组合中出现的那些典型非流动性或是非交易股票的基金，因为这些基金的净资产价值可能是被严重夸大了。

如果你决定追求投机套利机会，那么请切记要擦亮眼睛。你必须清楚，这些策略中没有一个是真正无风险的，而且他们相当于是对资产之间的定价关系恢复长期标准所下的赌注。这个策略最大的危险就是，你或许会在大部分时间获得成功，但是一旦发生错误，那么损失将会是异常惨重的。投机套利获得成功有两个关键。

- 研究：确立资产之间的长期标准关系是十分重要的，因为这个价格就是你估算资产将最终汇集的价格水平。这个研究不仅要求你能获取长期的数据，而且还要求你有足够的统计能力可以从混乱的众多信息中抓住事实重点。
- 止损保护：由于一项发生亏损的投资持仓可能会冲销掉其他一些获利持仓所产生的利润，因此如果你能够发展一些辨别信号以助你能即时从亏损持仓中抽身出来，那么这将显著改善你这个策略的期望利润收获。

全面的解说会令那些仍在寻找免费午餐的投资者大失所望。要找到套利机会不是一件容易的事，而想要利用其优势获利更是难上加难，然而那却是成千上万的一直在寻找赚钱方法的投资者所期盼的事情。令人欣慰的是，对于那些认真研究并确实具有独特优势的投资者来说，他们仍有希望从这些策略中赚得巨额利润。

结　　论

无需现金支付、零风险且利润充沛的投资，这些虽然听起来像是赚钱机器的一个必胜配方，然而这不过是对纯套利所进行的描述。要使得纯套利出现，你需要找到两份以不同价格交易但却有着完全相同的现金流的资产。通过买入较低价资产并卖出较高价的资产，从而使你能锁定其价格差额并获得一定的利润；由于这两份完全相同的资产所引起的现金流可以相互抵消，使得该投资不具有任何风险。如果纯套利机会确实存在，那么它们很大可能会出现在期货和期权市场上，并且几乎可以确定的是它们都将会是利润很少且周期非常短暂的。只有那些掌握了重要信息和执行优势的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者才有可能充分把握住它们的优势并从中获利。

在准套利中，你拥有两份以不同价格交易的几乎相同的资产，但是现实市场中的大量限制却阻碍了它们的价格达到统一。以市场价值的相当折扣进行交易的封闭式基金就是其中的一个例子。如果你能够以市场价格买进全部基金份额并进行股本清算，那么你就可以获得巨额利润。不幸的是，清算基金的各种限制却可能会使你退而求其次地转为仅持有这些基金份额，从而期望随着时间的流逝这些价格折扣会逐渐变小。

在投机套利中，你拥有相似但不相同的资产，它们以不符合历史标准的价格进行交易，从而引发了投资者对免费午餐的幻想。然而在现实中，这类具有风险性的投资持仓通常能够在大部分时间里为投资者带来利润(虽然只是很少的利润)，但是一旦它们失败，其损失将会是非常惨重的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 12 章
都是正面的：动量的故事

巨大的动量

玛莎认为每天都要有一个良好的开始。她确信，良好开端只会使情况越来越好，而一开始就不顺利则会每况愈下。她把这一信念也运用到她的投资上。她只买进在数月前呈显著上升状态的股票，她相信股票的猛涨会成功诱使其他投资者买进，从而建立了“自我实现的预言(Self-Fulfilling Prophecy)”。当被问到是否担心价格可能已经增长过高时，玛莎回应只要她能够以更高的价格转手给其他买家，那么这对她而言并不是个问题。

玛莎注意到她投资组合里的股票在她持有时根本就不如她买进前表现得那么好，并且它们的价格极易波动。她还发现，即使是一点小信息有时也会引发她将一些股票巨量甩卖，瞬间就把她前几周的潜在收益冲销殆尽。尽管她是那么相信一切美好的事情只会变得更加美好，然而这规律却对股票不起作用。醒悟过后，她觉得股票市场实在不是检验其生活哲学的好地方。

这则故事的寓意是：你若随着人群而活，终有一日会随其而亡。

顺应众意。简而言之，这就是动量的故事。其潜在主旨是，过去上升的股票比起过去下跌的股票更可能会保持增长的趋势。然而，对于如何去衡量这种动量，却存在着一定的差异。有些投资者观察股价在一段时期内——一周、3 个月、6 个月或更久——的变化的百分比，从而买进最高增长百分比的股票。其他投资者将交易量并入投资决策的分析中，认为股票的价格上涨有高成交量作支持那是最适合投资的。还有些投资者根据收入动量来制定他们的投资策略，他们在公布了较预期更好的收入后买进股票，从而期望股价的增长会在接下来的日子里溢出。

在这一章里，你会考查动量故事的基本原理以及长期积累的关于其成效的实践证据。接着你会建立一个高动量——价格动量及成交动量——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票组合，并且分析这种策略存在着的潜在风险。

故事的核心内容

动量的故事很有说服力，因为它会成为一种自我实现的预言（Self-Fulfilling Prophecy）。若投资者接受动量的说法而买进过去已上涨了的股票，那么这些股票就会进一步上涨。只要不断有新的投资者受该股票的吸引，那么这一动量就会不断持续，为需求和价格带来推动。因此，关于动量最强有力的论点是羊群效应。一般而言，投资者为何会沉溺于这种羊群效应以及为何该充分利用这种羊群效应，其中有三个理由。

- *投资者认知缓慢*。若投资者关于新信息对股价影响的评估比较缓慢，那么你将会看到信息公布后股价持续的上升或下跌：利好消息导致向上波动，而利空消息则带来向下波动。当对信息影响评估较慢的投资者陆续买进时，那些评估最迅速的投资者便能从中获利。
- *投资者从观察其他投资者的行为中认知形势*。有些投资者是通过观察其他人的投资行为，而不是通过对基本面的分析来认清形势的。若你认同这一看法，那么由巨大的成交量支持的价格持续增长将会吸引新投资者的买进。
- *投资者对最近的情况投入了超过其应有的关注*。心理学者已发现了强有力的证据证实人类对近期信息的关注往往会超过其应受的分量，而对旧信息则投入少于应有的关注。换言之，一项正面信息的公布会导致投资者在回应该公布时造成股价不合比例的较大涨幅。

动量故事几乎一直都是由紧迫感所实现。人们会告诉你，你要及早赶上这班动量快车，不然它会开走而不再复返。那么毫无疑问，有些投资者——个人以及金融机构投资者——会攀上该车，惟恐被落下。

动量投资的理论根据

虽然动量投资缺少相对的理论支持，但正如你将会在下一章里看到的，它有着许多实践方面的支持。在这一节里，你会观察到动量投资者采用的一些衡量指标，接着会分析为了进行动量投资而需要对投资者行为作出怎样的假设。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动量投资者采用的衡量指标

动量投资者确信趋势是投资者的朋友，而对过去每日股价动量的长期潜在趋势的回顾分析则是非常关键的。趋势线分析是最简单的走势评估方法。图 12–1 对比了两条趋势线：上图为数月期的白银期货合约趋势图，

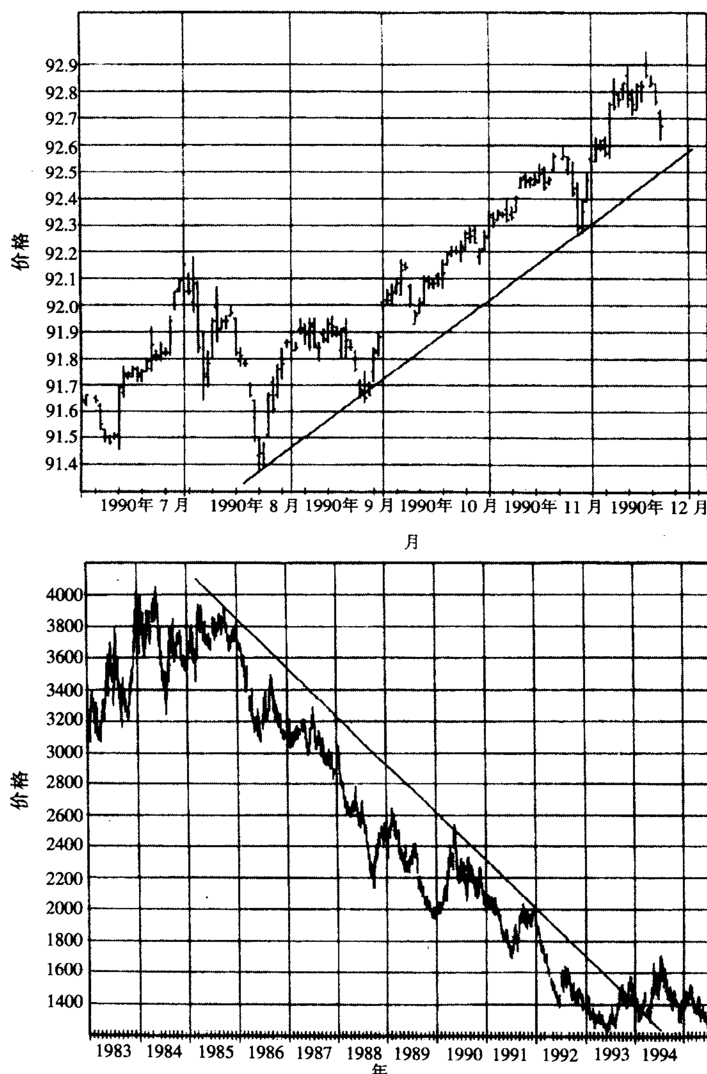


图 12–1 趋势线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下图则是相对较长时期的可可期货趋势图。

在白银期货合约的图里，你看到的是一条呈上升趋势的直线，它是根据一连串的价格低点画出来的，每点都高于其他点。在下面这幅图里，可可价格在该时段一直在下降，而这一连串越来越低的价格高点就连成了一条下降趋势直线。作为一个动量投资者，你会选择买进那些正在上涨并处于上升趋势线之上的股票。若价格跌至上升趋势线之下，这将被看作是趋势逆转的信号。相反地，若价格上升到下降趋势线之上，这将被认为是看涨信号。

紧接着的一个动量评估指标叫做相对强弱指数，它是股票现行价格与在较长时期内（比如，6 个月或一年）的平均值的比率。因此，股票的强弱指数高，说明它在此期间上涨最多，而股票强弱指数低说明其下跌较深。强弱指数可以直接根据其绝对数值来进行分析，即只有那些在此时期上涨的股票会被看作是好的投资对象。同时，也可通过比较不同股票的强弱指数，选择那些强弱指数最高——即相对其他股票而言上升最多——的股票进行投资。

动量投资者所采用的技术指标不下 20 多种。许多指标，像趋势线和强弱指标等，都是基于过去的价格模型得出的，而有些指标则结合成交量进行分析。

动量模型

关于股票的价格动量有两种不同的模型。第一种是基于信息的模型，在这种模型里，投资者以及市场价格对信息冲击的认知和消化比较缓慢。第二种是基于成交量的模型，在这种模型里，投资者观察并学习其他投资者的交易行为。

基于信息的模型。在效率市场里，股票的市场价格会随着新信息的出台而作出即时的变动。理性投资者们会对这些信息对价值造成的即时影响以及价格对新价值的调整作出评估。假若投资者在评估时出现差错，这些差错往往会导致价格上涨过高或下跌过低。若出现了这种情况，那么关于信息公布的股价模型以及对于过去价格的信息将不会存在。

为了分析市场部分对价格动量的认知及转化有多缓慢，我们假设企业公布的收入要高于其预期值。股价会因信息而上涨并会随着投资者关于信息对价值影响的缓慢评估而持续上升。这可被解释为收入公布后的价格向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上漂移。而对于利空信息，则会出现相反的情况。股票价格会因利空信息的公布而下降而且会随着投资者对价值评估的逐步调整而持续下滑。

这动量故事的危险点在于，它需要以投资者的不理智作为前提。如果市场确实需要时间对新信息作出调整，那么你将会通过在利好消息公布之后立刻买进股票而获得高额回报，而其带来的价格向上漂移会让你赚大钱。若有足够的投资者做到了这一点，那么价格会作出即时的调整，从而将不会出现公布后的价格漂移。相应的，在利空消息出台后，你卖空股票并随着价格持续下滑而获利。同理，若有足够的投资者做到了这一点，那么价格会在利空消息公布后下跌，从而将不会出现价格漂移。假若你信奉动量投资，那么对于持续的价格漂移你需要找出更好的支持论据。对于利空消息，你可以认为许多投资者（不包括你自己）因受到卖空的约束而妨碍了他们享受市场认知缓慢所带来的优势。对于利好消息，你必须假设大部分的投资者要么无视显而易见的投资机遇，要么就是觉得交易成本实在过高而使他们放弃该策略所带了的潜在回报。

基于成交量的模型。投资者观察并学习其他投资者的交易行为。根据这一前提，建立了一个较为复杂的动量模型。对股票需求的增加显示了它本身较高的成交量以及其上涨的价格。其他投资者通过对价格增长和较高成交量的观察而总结出：

- 那些买进股票的投资者获得了预示着股价被低估的独家的或内部的信息。
- 持续的买进股票将至少在短期内维持股价的稳定。

随后这些投资者买进该股票，推高其价格。紧接着就吸引了新投资者的跟进，从而造成了一个交易循环不断地产生更多的交易和更多的价格上涨。而价格下跌则会产生相反的情况。

成交量和信息的说法虽然都能对价格动量带来同样的结论，但它们之间至少存在了两方面的差异。其一是，即使缺少相应的新信息公布，仅有成交量同样能产生价格动量。由于投资者观察的是成交的动态而不是成交的诱因，所以对于没有获得相应信息的投资者来说可以仅凭买进大量的股票来获得动量运转。其他投资者会对成交进行分析，以为这成交中存在着相应的信息，从而下达他们的买进指令。只有当投资者意识到其最初的成交并不存在任何的信息基础时，价格这一连串的瀑布式递延效益才会终

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

止。其二，动量的衡量将必须把价格和成交量的动量结合一起考虑。换言之，只有实现了超过平均值的成交量，你才能预期看到价格持续增长或下降。

查看证据

市场的认知和消化缓慢的证据有那些呢？对于该问题的回答，出现了 3 种类别的研究。第一种是，针对股价随时间的变化而判断它们是否出现了与延长时期方向一致的波动趋势。第二种是，针对市场对企业信息（例如，收入和股利的公布）的反应以及价格对新信息作出怎样的调整进行分析。最后一种是，针对共同基金，找出过去表现良好的共同基金将在未来持续表现出色的证据。

股价漂移的序列相关性

在第 8 章里，在观察逆向投资时，我们分析了已经上涨的股票是否更可能在未来下跌的相关理据。在那一章里所列出的那些关于连续时段内价格变动的相关性的理据，同样可相应用于动量投资的分析之中。毕竟，逆向和动量投资者所持的看法与全世界相反，而支持某一投资策略的理解必定会被看作是对其他策略的否定。

序列相关性衡量了在某个及其下个时段里价格变动的关系。正如在第 8 章里所提到的，正序列相关性表示了那已经上涨的股票更可能会保持上涨，而负序列相关性则表示那已经下跌的股票更可能会自我逆转而在未来出现上涨。图 12–2 归纳了这些可能性。

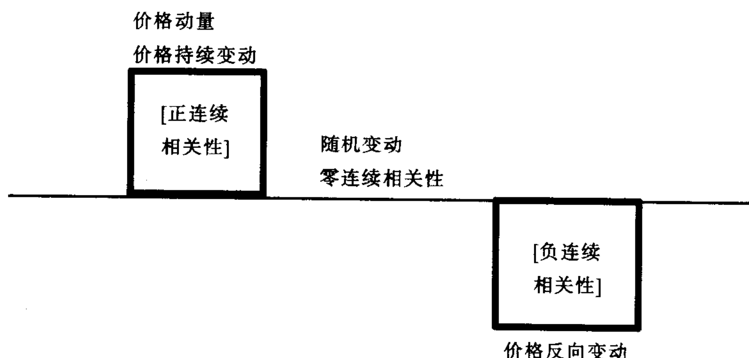


图 12–2 连续相关性和价格模式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为一个动量投资者，你会希望价格变动具有序列相关性，但它们实际上是这样的吗？就像在第8章里引用的关于序列相关性的最初研究里，几乎找不到能证明短期回报（每日和每周）具有序列相关性的证据。而最近某些研究则发现有证据显示股票回报在每小时和每日期间里存在序列相关性，但是对于高成交量和底成交量的股票来看这种相关性是有区别的。对于高成交量股票，股价更可能会在短时段内自行逆转，即存在负序列相关性。对于低成交量股票，股价则更趋向于以相同方向移动，即存在正序列相关性。而这些研究则绝不能说明你可以凭这些相关性而赚钱。在本章稍后，你会看到更多关于价格动量和成交量之间内在关系的证据分析。

当你观察在较长时间段里回报的序列相关性时，根据你对时间段长度的设定，其关于价格的动量和逆转就存在更多的证据。杰格蒂什（Jegadeesh）和迪特曼（Titman）提出了在长达8个月的时期里股票价格动量方面的证据：在过去6个月里价格已上涨的股票往往会持续上升，而在过去6个月里股价下跌的股票则趋于保持下降的趋势。若你定义的长期是按年来计算的，那么对此的逆向投资观点是可行的，而且对于价格的逆转，尤其是对于5年期的回报，是存在有明确的证据支持的。换言之，在过去5年里增长最多的股票更有可能会在下个5年里出现下跌。

总而言之，价格上升的证据表明了，动量策略对于你如何选定衡量的时段长度以及你计划买进股票后所打算持股多长时期这两方面是非常敏感的。若你持股几个月，那么动量会是你的好朋友，而若你持股太久或太短期，它也可能会马上背叛你。

信息公布

认知缓慢市场的最佳证明来自于检测市场对新信息公布——例如，收入和并购的公告——作出如何的反应。证据显示，在信息公布出来后，市场会持续对这些新信息报告进行调节。例如，一家公布了收入高于预期值的企业通常会看到其股票因为信息公布而跳涨并且在接下来的几天保持上涨的趋势。对于作为并购对象的企业也会出现同样的情况。虽然对于价格的漂移有着另外不同的解释，其中一个可能的解释为，市场认知缓慢并需要一段时间去消化信息。若初始信息是利好的——不错的收入报告或是研究分析家提高其收入等级——你应预期看到价格在信息出台后保持持续的上涨。若信息是利空的，你会预期看到相反的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈余报告。当企业作出盈余报告时，他们向金融市场发表他们现行的和未来预期前景。这信息的尺度和市场反应的程度是取决于盈余报告超过或未达到投资者的期望值的差距是多少。在效益市场里，假如有令人惊讶的信息则它会出现对收入信息的瞬时反应，而且股票价格会因正面的惊喜而上涨并因负面的惊奇而下跌。

由于实际收入会与投资者的预期值进行比较，那么关于收入检验的主要一项内容就是衡量这个预期值。一些早期的研究利用了在上一年度同一季度的收入作为衡量预期收入的指标，即公布了每季度收入增长的企业，会带来正面的惊喜，而公布每季度收入的下跌则会产生负面的惊奇。在较近的研究里，投资研究分析员关于收入的评估被当作预期收入的估量方法并且会被拿来与实际收入进行比较。在图 12-3 中，根据数量等级，我们把价格对于收入意外的反应划分为从“最负面”的收入报告（第一组）到

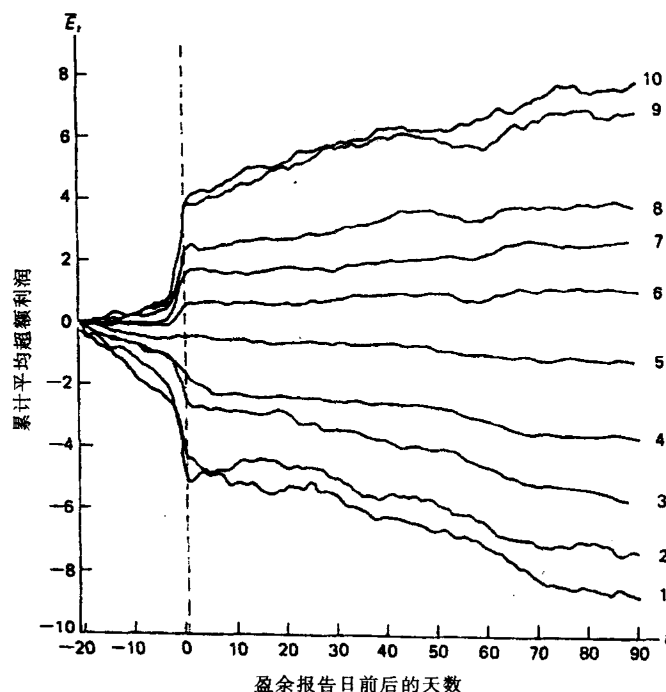


图 12-3 价格对季度性盈余报告的反应

注：数据来自于 Rendleman，Jones，& Latane。盈余意外由最大的消极意外（1）到最大的积极意外（10）进行分级，并计算了在盈余报告日前后的利润情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“最正面”的收入报告（第十组）的不同等级，并画出了对应等级的曲线图。

该图包含的证据与大部分关于盈余报告的研究所得出的下列结论相一致：

- 盈余报告清晰地向金融市场传达了有效的信息；在最正面的盈余报告（10）公布后股价上涨最大，而在最令人失望的盈余报告公布后股价则下降最多。
- 有一些证据表明，在盈余报告前几日里瞬时的市场反应与盈余报告的本性是一致的，即，价格往往在消息还没公布前这几天因利好信息上涨而因利空信息而下跌。这也许可以被看作是内部交易或信息泄露的证据。
- 有些证据，虽然弱了点，也表示了，价格在盈余报告公布后几天里反生漂移。因此，正面的报告会引起市场在公布日的正面回应，而股价会在盈余报告后的几天或几周内保持上扬。而对于负面的收入报告，股价会在公布日下跌并持续呈下跌之势。

上面所引用的研究观测了所有收入公告，而其他的研究则指出了伴随收入意外的回报对于某些股票来说会更加显著。例如：

- 一项关于价值和增长股票的检测发现，对于所有正面或负面的收入公告，价值股票（定义为低市盈率和低股价与账面价值比率的股票）在收入公告后 3 天内的回报比增长股票更为正面。这指出市场往往可能会对增长企业的预期值过分乐观，从而说明价值股票比增长股票更可能会为你带来正面的惊喜。
- 较小型的企业所作出的收入公告在公布日对股价有着较大的冲击，而价格更可能会在公布之后发生漂移。

股份拆细。股份拆细会在不改变企业的现行收入或现金流的情况下，增加发行股票的数目。作为一个纯粹的表面修饰事件，股份拆细不会影响企业或发行股本的价值。然而，由于发行股数的增加，股份拆细会导致每股股价的下降。早期的一项研究通过观察在实际分股日后 60 个月里的股票回报来检测 1927~1957 年之间 940 家股份拆细的反应。研究结果显示在图 12-4 里。平均来说，股份拆细往往会在正回报时期后出现；这并不让人感到奇怪，因为股份拆细尤其会在价格上涨后发生。鉴于拆分是中性事件，所以股份拆细本身并不包含任何超额回报的迹象。该研究有一个局限

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

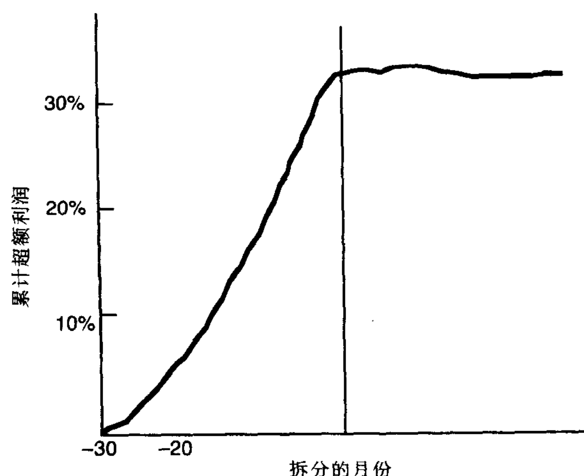


图 12–4 市场对股票拆分的反应

注：数据来自于 Fama, Fisher, Jensen & Roll。这是在股票拆分前后各 30 个月内的累计超额利润。

性，它是基于每月回报而不是每日回报进行分析的。许多较近期的研究则观察对于股份拆细的每日价格反应，从而发现了稍微正面的影响：当股份拆细公布后股价会轻微上扬。对 1975~1990 年间所有买一送一的分股的观察发现股价平均在分股公布时增长 3.38%，而较小股票受到公布的影响（10.04%）要远大于大型企业股票（1.01%）。研究将它看作是一个信号效应，即只有那些预期自己的股票在未来将上涨的企业会宣布股份拆细。

在最近几年，有研究指出股份拆细可能会使交易费用有所增加从而对股东们带来无意识的负面影响。例如，买卖差价作为交易费用的一个组成部分，它在股价为 20 美元的股票里所占百分比要比它在股价为 40 美元的股票里的比例大许多。有迹象显示，在股份拆细之后会出现交易成本的增加以及成交量的下降。这额外的费用必须与股份拆细所带来的潜在信号暗示结合在一起来考虑；投资者可能会把股份拆细看作是对未来前景预测的一个正信号。在过去几年里的一个有趣的新发现，那些股价有明显下跌（通常跌至 2 美元或更低）的股票都曾尝试采用减少企业发行的股票数目的反向股份拆细的方式，企图将股价推回至一个合理的成交范围。这种反向股份拆细有时是用来降低交易成本以及避免企业股价跌破 1 美元价位而被摘牌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股息改变。金融市场检测企业每一个涉及未来现金流量和企业价值的举动。当企业宣布要改变股息政策时，不管是有意或无意，它们这是在向市场传递信息。增加股息通常会被看作是正信号，因为那些向投资者作出如此承诺的企业一定是确信自己有能力在未来获得相应的现金流。降低股息则是个负信号，这很大程度是因为企业通常都不愿意削减股息。因此，当一家企业削减或取消股息时，市场会把这看作是企业正面临实质且长期的财务困难的标志。从而，这样的举动会导致股价的下跌。一般来说，在第二章里曾引用的关于股息增加或减少对价格造成影响的那些经验数据所得出的结论与这个信号理论是一致的。一般的，当股息增加时股价会上涨，而当股息减少时股价会下跌，不过后者对价格造成的影响似乎更为显著。因股息公布而造成的价格改变，其本身也许不能为投资者带来机会(除非他们获得了内部信息)，然而另一个关于公布股息改变后价格漂移的研究则发现股价会在股息增加后持续长期的向上漂移，而在股息减少后则持续长期的下跌。投资者也许能够利用这种漂移来扩大他们投资组合的回报。

成交量的混淆效应

在本章较早时，我们假定了动量的其中一个成因可能是投资者通过观察来学习其他投资者的交易行为。而对于价格，有迹象说明成交量里包含了未来股价变动的信息。1998 年的一项分析显示，成交量低的股票比成交量高的股票产生了更高的回报，尽管研究者将额外回报归因于前者的流动性溢价。然而，对价格和成交量之间内在联系的分析则产生了一个更让人惊讶的结论。尤其是，在本章较早前阐述的价格动量效益——上涨的股票更可能会在接下来的数月里保持上涨趋势而下跌的股票则更可能持续下跌——对于高成交量股票更为显著。图 12–5 根据过去 6 个月里股票（赢家股票、中等股票和输家股票）的表现好坏及他们的成交量（低、中和高）对股票进行了分类并且观察分析了这些股票在接下来的 6 个月里的投资回报。

请注意，那些有着高成交量的股票，其价格动量效益最为明显。换言之，伴随着强大成交量的价格上涨或下跌更可能会持续至下一时期。这一结果对于较短期回报同样成立；对于每日回报，伴随高成交量的股价增长更可能会保持增长至下一个交易日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

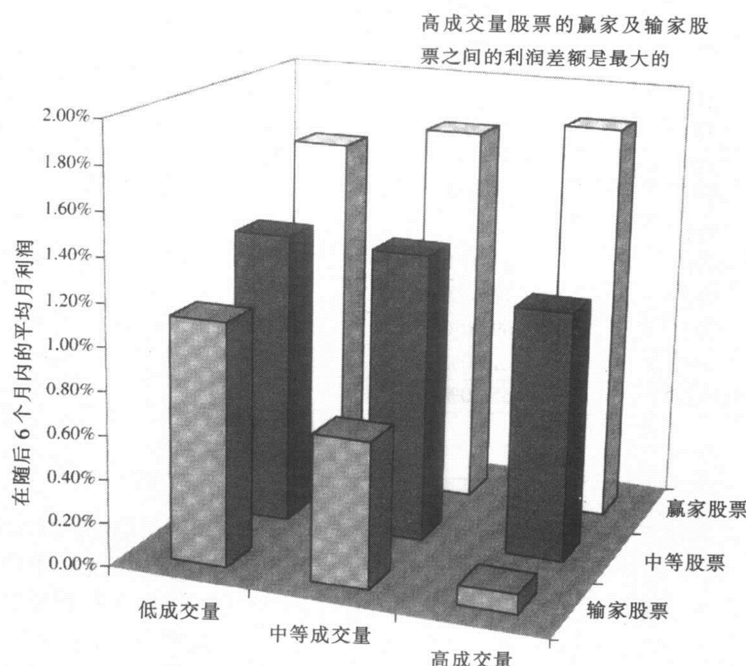


图 12–5 成交量及价格的相互作用：NYSE 和 AMEX 股票，1965~1995

注：数据来自于 Lee & Swaminathan。这里公布了在组合构建后紧接下来的 6 个月里的平均月利润。

总之，股票的成交量水平、成交量的变化以及伴随价格波动的成交量，似乎都能为投资者选股提供有用的信息。不应感到奇怪的是，成交量是动量投资的一个主要部分。

共同基金的动量

尽管没有迹象表示在某一时期被高度评级的共同基金将会持续在下一时期被高度评级，然而，对于最高评级的共同基金的相关实践数据则已积累了不少。有许多研究似乎指出在某一时期获得高于平均值回报的共同基金在下一个时期将会继续产生高于平均值回报。伯特·墨基尔（Burt Malkiel）在其关于共同基金在两个 10 年间（20 世纪 70 年代和 80 年代）的表现分析里，通过观察下一年重复获益的每年赢家股票的百分比来测试这种 “Hot Hands（高价值股票）” 现象。他的结论归纳在表 12–1 里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12-1 每年的重复赢家：1971~1990 年

年 份	重复赢家的比例	年 份	重复赢家的比例
1971	64.80%	1980	36.50%
1972	50.00%	1981	62.30%
1973	62.60%	1982	56.60%
1974	52.10%	1983	56.10%
1975	74.40%	1984	53.90%
1976	68.40%	1985	59.50%
1977	70.80%	1986	60.40%
1978	69.70%	1987	39.30%
1979	71.80%	1988	41.00%
1971~1979	65.10%	1989	59.60%
		1990	49.40%
		1980~1990	51.70%

该表格反映了一个令人惊讶的状况。重复赢家的比例显然远高于 20 世纪 70 年代几率值的 50%。然而，20 世纪 80 年代重复赢家的比例则看起来近似于随机值。这是因为在 20 世纪 80 年代期间共同基金等级评分变得更为普遍吗？也许是的。但其另一可能性是，你所看到的这些情况是整个市场表现所导致的结果。在 20 世纪 70 年代，当时股本市场连续多年不景气，那些持有较多现金的共同基金一直向最高评价等级迈进。你也可以比较一下买进每年高等级基金（分析最顶级的 10 家、20 家、30 家及 40 家基金）的策略与持续持有这些股票至下一年度的策略两者可能会为你带来的收益回报。其比较结果总结在图 12-6 里。

其比较结果同样的是相当惊人的。在 1973~1977 年间以及 1978~1981 年间，最高等级基金表现优于标准普尔 500 指数，在 1982~1986 年间与标普指数相当，而在 1987~1991 年间则表现差于标普指数。

总之，特别是在最近几年，几乎没有任何数据能证明投资上一年表现评级最高的共同基金会带来高于平均值的收益回报。事实上，这些基金的费用和成本往往会增加而且可能会比一些较低评级的基金更不值得投资。

数据的处理

对于动量存在有很多的衡量指标，而大部分的衡量指标都是相对的。换言之，在所有股票都显著增长的时期里，一支增长 30%的股票不一定会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

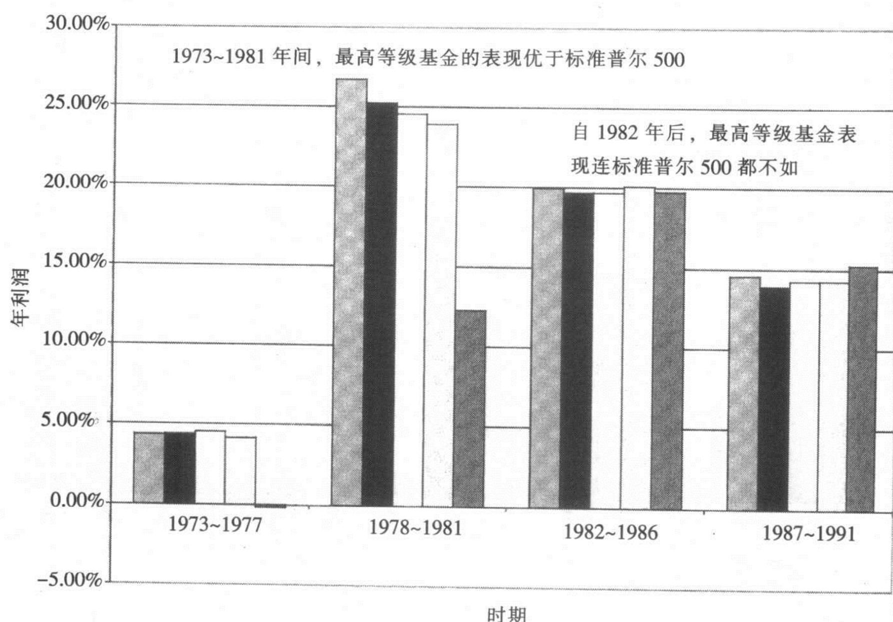


图 12–6 最高等级基金的回报：1973~1991

注：数据来自于 Malkiel。这里的最高级别的基金是根据其在上一年度的表现而进行评级的，并且计算了下一年度的利润回报。

被看作是有着强劲动量的股票，而在熊市里的一支增长为 5%的股票则也许会被认为是符合标准的。在开始时，你会分析到不同的动量衡量指标对于不同市场会有怎样的差异，从而进一步构建出一个动量股票组合。

动量评估

这一节分析了不同企业在三种动量评估下的差异。第一种评估包括了股价动量评估指标：股价变动和股价相对强度。第二种评估考虑的是成交量，而最后一种则对盈余意外进行分析。

价格动量。为了衡量在最近时期里价格动量的情况，我们以自 2002 年 10 月至 2003 年 3 月这 6 个月的期间内投资个别股票所可能获得的价格溢价回报进行分析。图 12–7 显示了在这一时期（源于价格溢价的）股票回报的分布情况。

在这 6 个月期间内，市场增长了大约 13%，而增长的股票比下跌的股票要多。这些价格溢价回报可以通过以下等式转换为每支股票的股价相对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

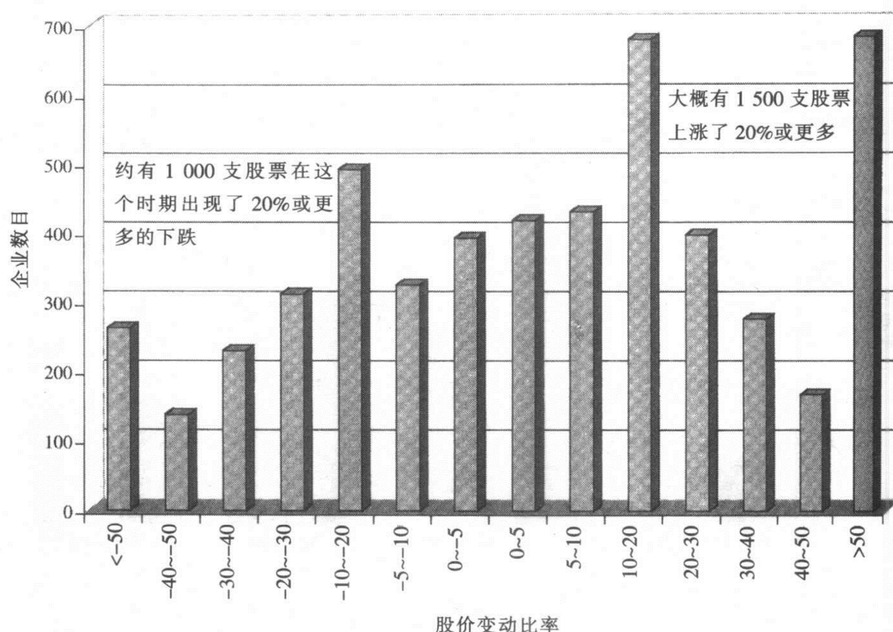


图 12-7　价格增值（%），2002 年 10 月~2003 年 3 月

注：数据来自于 Value Line。这是不同时期的价格变动比率。

强度指标：

$$股价相对强度=\frac{1+在该时期股票的价格增值（\%）}{1+在同一时期市场的价格增值（\%）}$$

例如，自 2002 年 10 月至 2003 年 3 月期间市场的价格增长为 14.83%。那么，在此期间，股价下跌-3.16%的维亚康姆公司以及股价上涨 44.56%的 Staples 公司的股价相对强度计算如下：

$$维亚康姆的股价相对强度=(1-0.0316)/(1.1483)=0.84$$

$$Staples 的股价相对强度=(1.4456)/1.1483=1.26$$

图 12-8 归纳了这 6 个月期间（2002 年 10 月至 2003 年 3 月）跨市场的股价相对强度的分布情况。

虽然有许多企业的股价波动类似于市场的价格波动（股价相对强度接近于 1），有更多一部分企业的股价波动与市场的波动有着很大的差异，而且正是这些企业会被选入动量投资组合。关于股价相对强度的衡量指标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

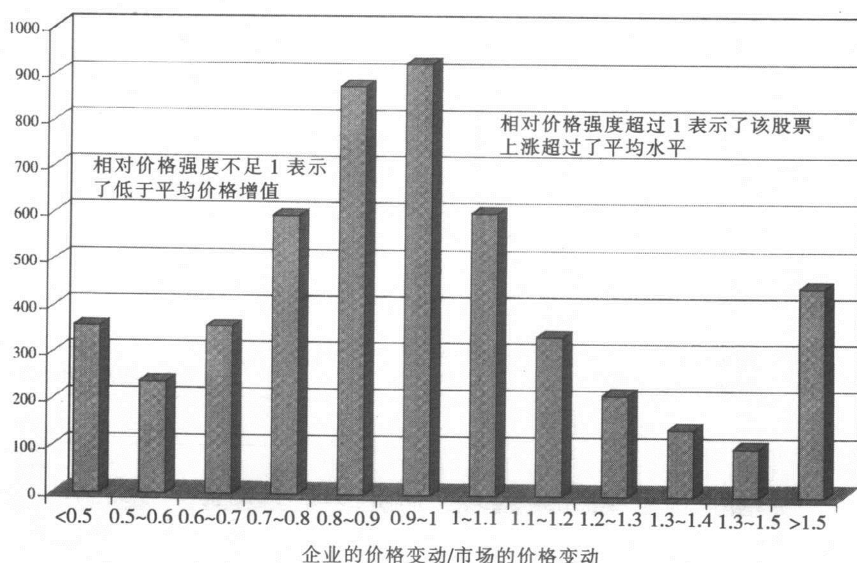


图 12–8 相对价格强度：2002 年 10 月~2003 年 3 月的美国公司

注：数据来自于 Value Line。相当强度的评估是根据每股的价格变动比率除以市场的价格变动比率而得出的。

还有很多，不过它们都有着共同的特性。它们都对一定时期的股价增长进行分析并衡量其在整个市场波动的比例。

成交量。若价格动量在不同企业间有很大的差异，成交量的差异则会更加突出。有些股票具有非常强的流动性，而且每天成交量达数百万股的份额。其他一些股票则几乎不怎么成交，而成交量的动量必须考虑成交量水平的差异。例如，你可以将一只股票在 6 个月期里的平均每日成交量与市场里每支股票在先前 6 个月内的同一股票的平均日成交量进行比较，计算出成交量的波动百分比。图 12–9 对这一分布情况作出了归整。

将 2002 年 10 月至 2003 年 3 月期间的成交量与自 2002 年 4 月至 2002 年 9 月期间的成交量两者进行比较。而对于价格动量，根据成交量的改变与整个市场成交量改变的比例可得出成交相对动量指标：

$$成交量相对动量=\frac{1+股票成交量的变动\times 100\%}{1+市场成交量的变动\times 100\%}$$

因此，在市场总体成交量增长为 20%的市场里，对于一支成交量增长为 50%的股票，其成交量相对动量为 1.25（1.5/1.2）。图 12–10 显示了成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

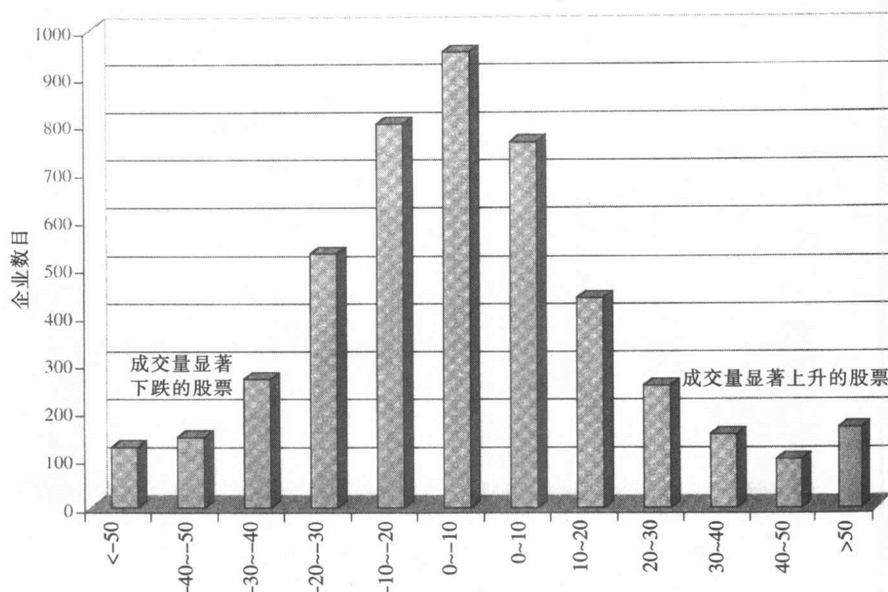


图 12–9 成交量的变动比率：6 个月时期

注：数据来自于 Value Line。这是自一个 6 月期（2002.4~2002.9）到下一个 6 月期（2002.10~2002.3）的成交量变动比率。

交相对动量在市场里的分布情况。

对于股价相对强度，许多企业所公布的成交量的增加接近于市场成交量的增加，而仍有相当数量的企业所公布的成交量增长要高于或低于市场的增长水平。

盈余意外。企业会在收益报告里公布在先前时期的每股实际收益，而这个收益报告不仅包括企业在该时期的表现情况还包含了它在未来时期的预期表现等的重要信息。要衡量一个收益报告里到底包含了多少重要信息，你要对一个时期的收益报告以及对应这一时期的预期收益进行比较。要得出后者，企业就必须被研究分析员进行追踪研究，并且还必须接受这些研究分析员对该企业所作的收益估算。在最近的 20 年间，像 I/B/E/S、Zacks 以及 First Call 这样的信息服务机构为投资者提供了研究分析员预测的信息。事实上，对大部分企业的每股收益的可靠评估都会在金融新闻刊物上被广泛传播并引起讨论。

给定了研究分析员用于估算收益的相关资料以及研究分析员与企业管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

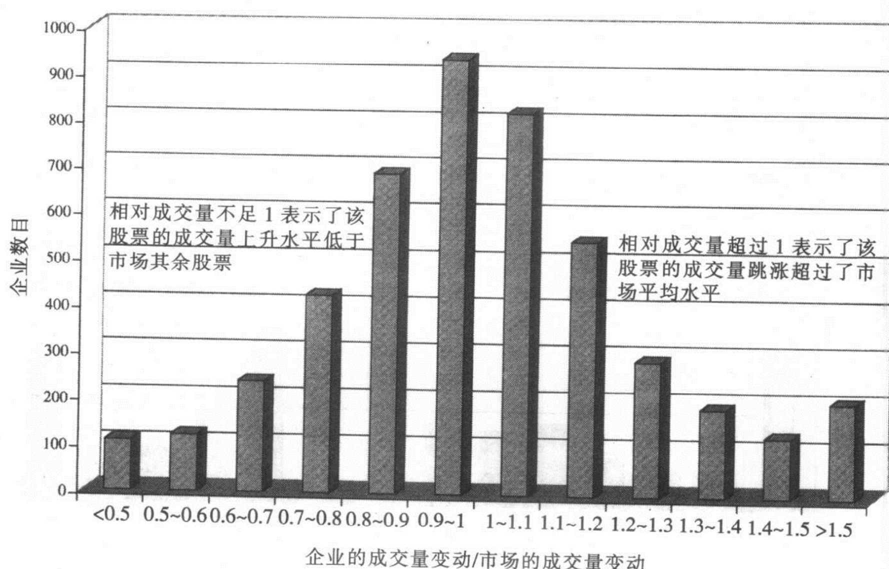


图 12–10 相对成交量：2002 年 10 月~2003 年 3 月的美国公司

注：数据来自于 Value Line。相当成交量是根据每股的成交量变动比率除以市场的成交量平均变动比率而计算得出的。

理者间的接触方式，你将会预期大部分企业的收益预测会接近于它们的实际收益，而对于大部分企业确实是这样。然而，有些企业却会因比预期值更高或更低的收益而给市场带来意外冲击，就是这种意外冲击导致股价出现较大的反应。你可以通过观察实际和预计每股收益的美金差额来衡量这种意外冲击的程度，但是你也许会偏向于寻找那每股收益较高企业的较大意外冲击。一家预期每股收益为 2 美元的企业相对于预期每股收益为 0.20 美元的企业，前者的盈余报告更可能给市场带来较大的意外冲击。测量对于不同收益水平的盈余意外程度的一种方法是，计算它在预期每股收益所占的比例：

盈余意外(%)=(实际每股收益–预期每股收益)/预期每股收益

注意，这种盈余意外的评估有其局限性。其一是，它不易于用来评估那些预期亏损（预期每股收益为负值）或预期每股收益接近于零的企业的盈余意外。尽管这样，图 12–11 还是整理了 2003 年第一季度盈余意外（以百分比方式）的分布情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

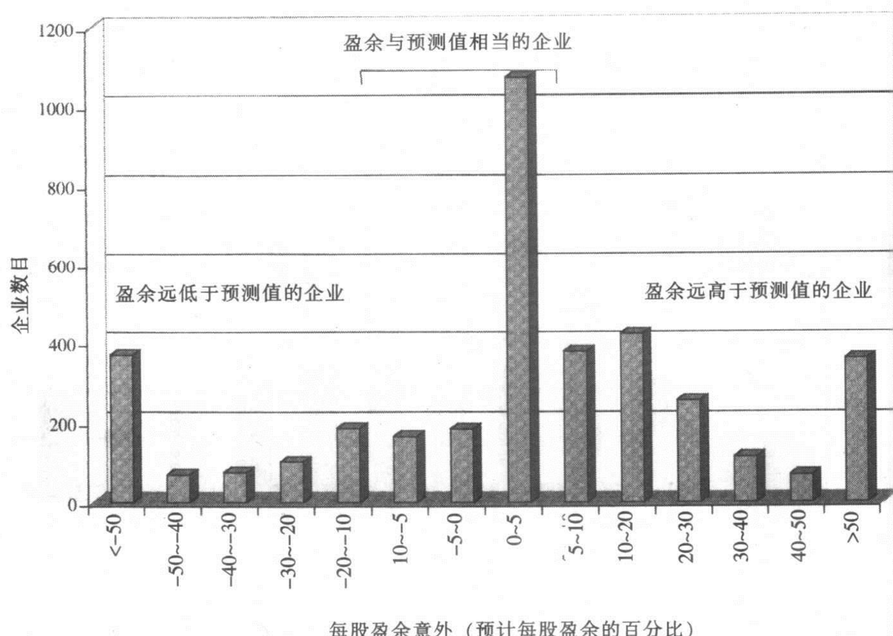


图 12–11 美国市场的每股盈余意外：2003 年首个季度

注：数据来自于 Zacks。盈余意外是实际盈余与每股实际盈余除以预计每股盈余之间的差额。

这些样本仅限于预期每股收益为正值且被研究分析员追踪分析的那些企业。所以，流动性较低且较年轻的小型企业（那些更可能出现负收益且不被分析师们研究的企业）会被剔除出这个样本里。然而就算是流动性较大的那些大型企业，也出现了一些有趣的情况：

- 大多数盈余意外都很轻微，实际收益的下跌幅度在预期收益 10% 的范围内。
- 有些企业公布较大盈余意外，但是这些企业里面，正盈余意外比负盈余意外更为普遍。那些表现差的企业显然会有办法让分析师们获知这一消息，从而在收益确切公布前得出较低的预测值。

建立一个动量投资组合

你可以构建出两种不同的动量投资组合。其中一种组合运用了上一节

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得出的动量衡量指标，从而纳入了那些股价和成交动量的股票。另一种组合则由那些有着较大正盈余意外的企业所组成。在这一节里，你会构建出这两种组合以仔细检测它们的潜在问题。

股价/成交量动量。若你对股价动量，尤其是它伴随有成交量的增长时，会使其增长延伸至未来股价上这一看法持接受态度，那么你可以构建出一个有着两种属性的股票的投资组合。在构建 2003 年 4 月的这一组合时，股价和成交动量指标评估了自 2002 年 10 月至 2003 年 3 月以来的 6 个月时期。这组合由股价和成交动量指标都排在市场前 10%内的股票所组成。粗略来说，我们通过选择那些股价相对强度指数和成交相对动量指数都高出 1.50 的企业来组成这种组合。表 12–2 列出所有这些股票。

表 12–2 价格及成交动量的股票

公司名称	过去 26 周的回报	过去 6 个月的相对强度	成交量的变动比率	相对成交量
Aceto Corp	123.59%	1.95	68.55%	1.74
Allen Telecom	107.00%	1.80	68.63%	1.74
Alpha Pro Tech Ltd	82.93%	1.59	46.97%	1.52
Ask Jeeves Inc	707.07%	7.03	68.00%	1.74
Avid Technology	143.75%	2.12	71.84%	1.78
Boots&Coots Intl Well Cntrl	711.11%	7.06	104.35%	2.11
Captiva Software Corp	235.56%	2.92	62.02%	1.68
Castelle	474.07%	5.00	60.11%	1.66
CNB Finl Corp	74.86%	1.52	47.55%	1.53
Concur Technologies Inc	201.70%	2.63	46.55%	1.52
Document Sciences Corp	163.06%	2.29	60.88%	1.66
DOR Biopharma Inc	271.43%	3.23	55.72%	1.61
Double Eagle Pet & Min	90.27%	1.66	56.69%	1.62
E-LOAN Inc	82.64%	1.59	50.80%	1.56
Evolving Sys Inc	927.59%	8.95	52.72%	1.58
FindWhat.com Inc	151.51%	2.19	54.78%	1.60
First Colonial Group	84.71%	1.61	62.01%	1.68
Flamel Techologies SA	181.01%	2.45	65.01%	1.71
Forward Inds Inc	133.33%	2.03	66.81%	1.73
Garmin Ltd	93.03%	1.68	59.95%	1.66
GRIC Communications Inc	87.04%	1.63	70.33%	1.76
Group1 Software	170.00%	2.35	64.64%	1.70
Hi-Tech Pharm	201.74%	2.63	80.00%	1.86
ID Biomedical Corp	97.83%	1.72	69.79%	1.76

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	过去26周的回报	过去6个月的相对强度	成交量的变动比率	相对成交量
IEC Electrs Corp	350.00%	3.92	86.66%	1.93
ImageX.com Inc	131.82%	2.02	46.97%	1.52
ImagicTV Inc	160.00%	2.26	47.00%	1.52
InterDigital Commun	95.94%	1.71	48.41%	1.54
KVH Inds Inc	113.90%	1.86	47.71%	1.53
Metrologic Imstruments Inc	142.77%	2.11	52.63%	1.58
Metropolitan Finl	74.07%	1.52	61.57%	1.67
Movie Star Inc	127.27%	1.98	45.77%	1.51
Nitease.com Inc ADS	382.13%	4.20	83.73%	1.90
Network Equip Tech	85.10%	1.61	65.23%	1.71
North Coast Energy Inc	73.75%	1.51	62.04%	1.68
Old Dominion Freight	75.32%	1.53	93.85%	2.01
Pacific Imternt Limited	183.82%	2.47	85.74%	1.92
Packeteer Inc	199.11%	2.60	57.81%	1.63
Pan Am Beverages “A”	135.17%	2.05	53.53%	1.59
Perceptron Inc	106.67%	1.80	44.78%	1.50
Premier Bancorp Inc	98.38%	1.73	52.29%	1.58
ProBusiness Services	101.35%	1.75	53.48%	1.59
Pumatech Inc	825.00%	8.05	56.78%	1.62
Rambus Inc	222.35%	2.81	50.76%	1.56
Sanfilippo John B	115.00%	1.87	61.72%	1.67
Sohu.com Inc	514.59%	5.35	62.07%	1.68
Stratasys Inc	204.74%	2.65	48.10%	1.53
Transcend Services Inc	129.59%	2.00	51.50%	1.57
United Security Bancshares Inc	82.76%	1.59	72.60%	1.79
US SEARCH.com	87.34%	1.63	55.27%	1.61
Vital Images Inc	140.39%	2.09	57.25%	1.63
Whitman ED Group	146.02%	2.14	76.02%	1.82
Xybernaut Corp	80.95%	1.58	46.00%	1.51

这 54 支股票广泛涉及了各个工业范畴。根据你选择的投资时段长度的不同（例如，3 个月对比 6 个月），这种股价/成交动量投资组合将会有明显的差异。因此，即使同属于动量投资者，你也会预料到他们各自纳入组合里的企业会出现一定的差异。

信息动量。市场里存在多种多样的信息公告可供你做投资组合的选择，盈余报告之所以得到一定的重视，这是因为美国所有企业一年要做 4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次盈余报告而且这些报告都受到了媒体的相对关注。相反的，几乎没有企业会选择进行股份拆细或并购报告。运用上一节对盈余意外所作的定义（预期每股收益的百分值），你可以构建出一个最大近期盈余意外的股票投资组合。然而，其问题是这往往会导致你构建出一个盈余很低的股票投资组合。为了防止这一问题的发生，我们在构建这一组合时采用了两项标准。第一项是，实际每股收益必须超过 0.25 美元；这会剔除了那些市盈率很低的企业。第二项是，盈余意外必须超过 50%；实际每股收益高于预期每股收益的额度要超过 50%。最后得出 105 家企业的组合显示在表 12–3 里。

故事的更多内容

在最后一节里，我们构建了关于股价/成交动量的股票以及关于较大正盈余意外的股票的两种投资组合。对于前者，你因期望着股价动量将在未来时期持续下去而买进股票。而对于后者，你的回报则取决于股票在公布较大正收益后股价将会持续上涨。在这一节里，你会观察到每一个策略的缺点以及减少面对这些弱点的潜在方法。

表 12–3 每股盈余超过 0.25 美元且盈余意外低于 50% 的公司

公司名称	股 价（美元）	实际每股盈余（美元）	预期每股盈余（美元）	每股盈余意外
Electr Arts Inc	57.56	1.79	0.33	442.42%
Mobile Mini Inc	15.24	0.41	0.29	41.38%
Advanta Co Cl B	8.00	0.43	0.29	48.28%
Artesian Res	30.48	0.45	0.30	50.00%
Coach Inc	38.97	0.68	0.29	134.48%
Columbia Sports	38.00	0.72	0.29	176.92%
Kellwood	28.45	0.38	0.26	46.15%
Toro Co	71.60	0.38	0.26	46.15%
Lee Entrprs	32.83	0.51	0.34	50.00%
Mettlet–Toldeo	32.70	0.69	0.37	86.49%
Avon Prods Inc	57.57	0.80	0.41	95.12%
Education Mgmt	41.91	0.70	0.50	40.00%
Shaw Group Inc	9.70	0.42	0.30	40.00%
Landstar System	61.22	0.88	0.61	44.26%
Ansys Inc	25.13	0.43	0.29	48.28%
Sunrise Assist	24.95	0.83	0.55	50.91%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(续)

公司名称	股　价 (美元)	实际每股盈余 (美元)	预期每股盈余 (美元)	每股盈余意外
Odyssey Hlthcr	23.58	0.42	0.27	55.56%
Chicago Merc Ex	47.12	1.02	0.63	61.90%
Harland (John H)	23.83	0.66	0.40	65.00%
Certegy Inc	25.02	0.46	0.26	76.92%
Career Edu Group	50.71	0.65	0.35	85.71%
Diebold	36.14	0.67	0.36	86.11%
Bausch & Lomb	34.45	0.60	0.31	93.55%
Meritage Corp	36.30	1.72	0.88	95.45%
Firstenergy CP	31.04	1.19	0.47	153.19%
Raytheon Co	27.98	0.64	0.25	156.00%
Polaris Indus	49.82	1.51	0.54	179.63%
WCI Communities	10.88	0.99	0.25	296.00%
Flir Systems	47.21	0.71	0.50	42.00%
Invacare Corp	37.42	0.56	0.39	43.59%
Viacom Inc CI B	40.40	0.36	0.25	44.00%
Yum! Brands Inc	24.73	0.55	0.38	44.74%
Omnicom Grp	59.27	1.08	0.71	52.11%
McClatchey Co-A	52.80	0.86	0.56	53.57%
Biovail Corp	40.10	0.60	0.38	57.89%
L-3 Comm Hldgs	36.48	0.79	0.47	68.09%
Intl Bus Mach	79.01	1.34	0.79	69.62%
Coastal Bancorp	31.80	1.05	0.61	72.13%
Knight Ridder	59.65	1.16	0.64	81.25%
Newell Rubbermd	29.93	0.49	0.27	81.48%
SPX Corp	31.31	1.37	0.54	153.70%
Gannett Inc	72.28	1.29	0.92	40.22%
Tribune Co	46.85	0.57	0.38	50.00%
NY Times A	44.22	0.69	0.42	64.29%
Ryland Grp Inc	48.00	2.50	1.24	101.61%
Beckman Coulter	34.57	0.90	0.43	109.30%
Pulte Homes Inc	53.96	2.78	1.22	127.87%
Bunge Ltd	27.30	0.98	0.33	196.97%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	股 价（美元）	实际每股盈余（美元）	预期每股盈余（美元）	每股盈余意外
Waters Corp	20.70	0.41	0.29	41.38%
Select Ins Grop	24.67	0.41	0.28	46.43%
Viacom Inc CL A	40.47	0.37	0.25	48.00%
America Svc Grp	12.75	0.46	0.28	64.29%
Boeing Co	27.09	0.71	0.42	69.05%
Goodrich Corp	14.17	0.66	0.35	88.57%
Lookheed Martin	44.75	0.85	0.42	102.38%
Black and Decket	36.20	1.05	0.43	144.19%
Sears Roebuck	26.55	2.11	0.56	276.79%
Old Dominion Fl	33.38	0.57	0.40	42.50%
Engelhard Corp	22.45	0.44	0.30	46.67%
Marriott Intl–A	33.01	0.55	0.36	52.78%
Fossil Inc	17.68	0.48	0.29	65.52%
Union Pac Corp	57.50	1.10	0.60	83.33%
Radioshack Corp	23.20	0.59	0.32	84.38%
Ingersoll Rand	40.30	1.19	0.61	95.08%
Washington Post	705.89	9.83	3.71	164.96%
Energizer Hldgs	26.37	0.91	0.33	175.76%
Honeywell Intl	22.00	0.50	0.33	51.52%
Estee Laudet	29.30	0.44	0.28	57.14%
Ameristar Casin	12.57	0.62	0.36	72.22%
Coors Adolph B	48.24	0.63	0.30	110.00%
Safeway Inc	19.90	0.80	0.53	50.94%
Capitol Fedl FN	30.43	0.38	0.25	52.00%
Baxter Intl	19.26	0.59	0.37	59.46%
SBS Commun Inc	21.05	0.62	0.35	77.14%
MDU Resources	28.00	0.63	0.26	142.31%
Roadway Corp	36.03	1.48	0.35	322.86%
Garmin Ltd	35.16	0.42	0.30	40.00%
Startek Inc	24.35	0.45	0.29	55.17%
Electr Data Sys	16.27	0.51	0.32	59.38%
Hon Inds	28.80	0.48	0.28	71.43%
UTD Defense Ind	21.80	0.82	0.47	74.47%
Standard Pac	27.95	1.58	0.64	146.88%
Bear Stearns	67.48	2.00	1.33	50.38%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	股价（美元）	实际每股盈余（美元）	预期每股盈余（美元）	每股盈余意外
Cemex SA Adr	18.48	0.54	0.28	92.86%
Lear Corp	38.45	1.76	0.99	77.78%
G&K Svcs A	24.69	0.48	0.32	50.00%
Ryder Sys	20.38	0.58	0.31	87.10%
Steel Dynamics	11.90	0.65	0.34	91.18%
Seagate Tech	10.83	0.43	0.27	59.26%
Ocular Sciences	14.26	0.48	0.28	71.43%
Textron Inc	28.62	1.04	0.51	103.92%
Corrections Crp	19.40	1.14	0.48	137.50%
Northrop Grummn	81.38	1.73	0.62	179.03%
Arkansas Best	26.58	0.57	0.33	72.73%
Mohawk Inds Inc	51.32	1.25	0.61	104.92%
Allitant Engy CP	16.77	0.62	0.34	82.35%
Invision Tech	22.04	2.40	1.62	48.15%
Timberland Co A	43.48	0.73	0.33	121.21%
Hooker Furnitur	27.00	0.88	0.55	60.00%
Landamerica Fin	41.94	3.42	2.27	50.66%
Haverty Furnit	11.35	0.36	0.25	44.00%
Paccar Inc	53.67	1.05	0.61	72.13%
Carmike Cinema	20.94	0.89	0.25	256.00%
Nautilis Croup	10.91	0.69	0.44	56.82%
Nucor Corp	38.91	0.50	0.25	100.00%

风险

在上一节构建这两个投资组合时，我们并没有考虑到组合里的股票风险。风险较高的股票更可能会表现出股价和成交量动量，就这方面来说，你也许会发现你最终组合的风险将远高于市场的风险。图 12-12 观察了在两个指标下——贝塔系数和股价标准方差——的风险并且对高股价/成交量动量组合里企业与市场其余企业进行了比较。

在风险水平上的差异是非常显著的。动量股票的平均贝塔系数几乎是市场其余股票的两倍（1.91 对 0.98），而且其对比市场来说有着更高的波动性（其标准方差为 100%，而市场平均值为 60%）。因此，动量组合必须以相当大的边际利润来击败市场以平衡其较高的额外风险。若以 1.20 的贝塔系数和 80%的标准方差为界限，那将会把表 12-2 里列出的 54 家企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

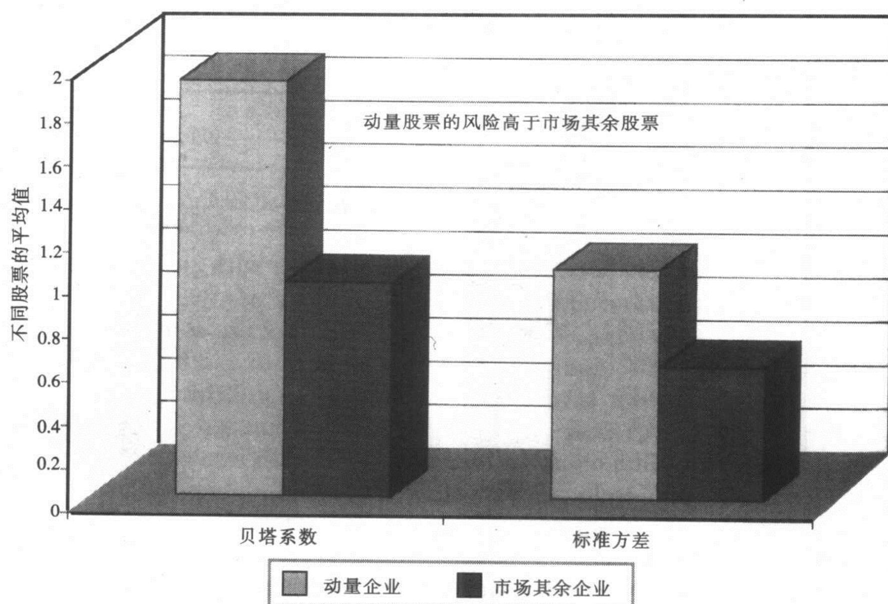


图 12–12 风险比较：动量股票与市场其余股票

注：数据来自于 Value Line。贝塔系数及标准方差是以所有股票 3 年的数据计算出来的。

业组合缩减至 15 家。

对于盈余意外组合，风险可能会潜在于对预期收益的评估。需要注意的是，预计每股收益里所采用的每股收益的可靠评估，反映了跟踪分析该企业的不同研究分析员对其所作出估算的平均值。在分析师中也许会出现否定的意见但这并不会对可靠的评估造成影响，而由这些否定意见所可能产生的不确定因素将必须被纳入投资策略的考虑因素之一。为了阐明这一点，我们先来假设两家企业，一家刚公布了实际每股收益为 2 美元，而两家公司的预计每股收益都为 1.50 美元。然而，假设在研究第一家企业的分析师中，几乎没有人对所预计每股收益持否定意见，而那些分析第二家企业的分析师中却出现了很多问题。可以推出的一个合理的观点为，第一家企业的盈余意外（分析家们意见分歧较少）中所包含的利好消息要多于第二家企业的盈余意外（分析家们的意见存在分歧）。从而你会更倾向于投资第一家企业。图 12–13 里比较了分析家对高盈余意外组合里的企业以及对市场其余企业所评估的收益标准方差；估计的每股收益标准方差须用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

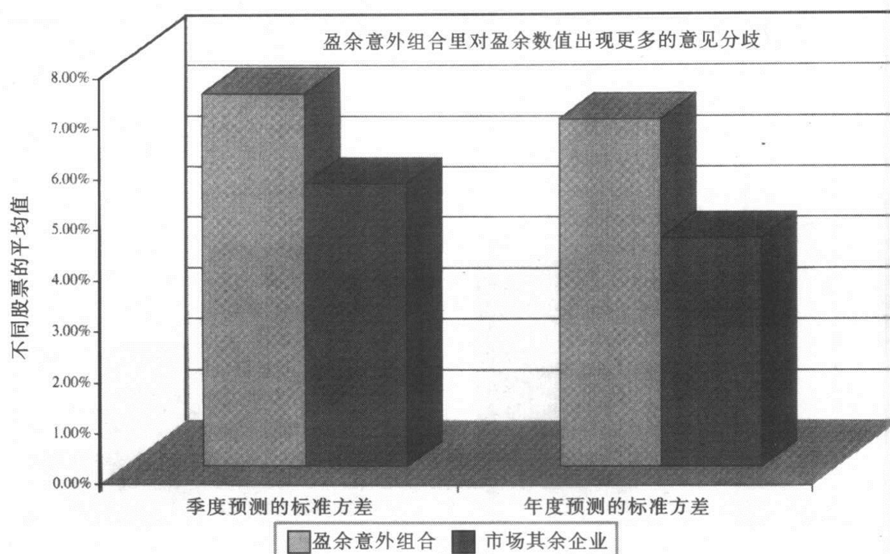


图 12-13 分析家之间的意见分歧：意外组合与市场

注：数据来自于Zacks。标准方差是根据不同分析家追踪每一支股票的不同每股盈余预测而计算出来的。

一致的估计值来除，这样才有可比性。

相对于市场其余企业，分析家对盈余意外组合里企业盈余估计的意见上存在较明显的分歧。

动量转变（何时沽出）

基于动量的投资策略中一个危险是，在此刻对你有利的动量可以在一瞬间成为你的投资大敌。正如你在这些策略的实践测试中看到的，你的投资回报对于你持股的时间长短感应非常灵敏。持股时间太短或是太长都可能对你不利，而想要确定何时动量会发生转变这是投资过程里最难作出的一种判断。

有些信号可以作为动量转变的预先警告，然而这并不一定可靠。其中一个信号是内线买卖；当动量把股价推得过高时，内部人通常都是那些最初沽售股票的人之一。不幸的是，内线买卖的信息通常都是在交易几个星期之后才会被你所获悉，而在不少情况下，这种警告都来得太晚了。另一个信号是标准评价体系，例如市盈率。投资那些以无法承受的收益倍数成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交的动量股票，显然比投资以合理价值成交的股票更具危险性。图 12–14 里，公布了动量组合里以及市场其余企业的平均市盈率、股价与账面价值比率以及股价与销售额比率。

对于每一个估量方法，动量组合的定价要高于市场其余企业。我们来分析一下，动量组合里股票的平均市盈率为 63，而在市场其余企业的平均市盈率为 16。对于股价与账面价值比率，动量组合的平均值为 4，而市场其余企业的平均值约为 2.6。因此，动量组合可能会包含大量的过高定价的股票。例如，若以市盈率 20 为限制，那么动量组合的企业数目将会从 53 家减少至 10 家。

对于盈余意外组合，你需要提出的主要问题是正盈余意外是由临时项目（一次性收入、货币收益）或是由改进后的表现而引起；后者是更为利好的消息。你需要在盈余公布后进行的立即投资，这将与你想要详细检测

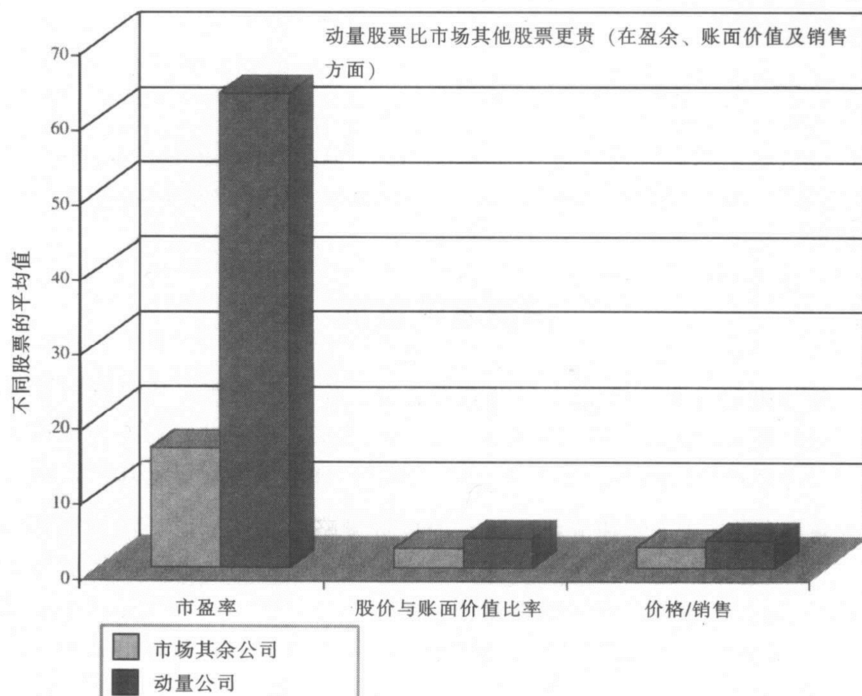


图 12–14 价值度量：动量企业与市场

注：这是 Value Line 2003 年 4 月的数据。市盈率是现行价格除以每股盈余。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈余公布的各项细节的意愿产生抵触，而这种时间的滞后可能会产生沉重的代价。另一种情况下，你可运用甄别具有较实质的关于盈余意外和价格动量的股票的其他筛选条件。其中一种对策是分析先前季度的盈余意外，认为所发放的实际盈余已持续多个季度超过其预期值的企业，对于其他企业来说有着更可接受的盈余改善。分析了表12-3里105家企业的关于最好的正盈余意外的相关统计，你会发现其中有25家企业也在前一季节里获得正盈余意外。

行使费用

根据他们的特性，基于动量和非信息的投资策略要求投资者频繁地交易，从而会产生较高的交易费用。交易费用不仅包括了佣金，还包括了你在交易时可能要面临的股价冲击。显然地，这个价格冲击对于个体投资者来说是最小的，但是，对于非流动性股票，即使是很小的交易也可能对其股价造成影响。

对于盈余意外策略，时机将决定成败。若你能够在盈余公布后立刻执行交易，你就能从股价急剧上升中实现更大的利润。不幸的是，盈余公布会引起一股购买潮，而在交易实施速度上个体投资者也许会弱于机构投资者。那些想更有效地交易的个体投资者可以选择期权交易，只是比较贵。

投资者的教训

若你决定采用价格/成交量的动量策略，你必须要作短线投资而且要乐于进行频繁的交易。这个策略总归是有风险的，而对此也有不少的方法可以帮你把风险降低到一定程度。总的来说，你应该考虑以下几个方面：

- 有一个基于实践分析的明确的投资策略。总体来说，动量能否延续至未来的股价变动，这是个实践性问题。过去并不一定就是前奏，虽然存在有股价动量的迹象，但是它对时间段的选择是非常敏感的。因此投资者的动量策略必须要经过过去数据的检验，利用特定时间段来取得他们收益回报变动的最大值。
- 增加甄别限制以剔除“惹事的”股票。动量股票往往会比市场其余股票更具有风险性，而通常也会以相对其经营基本面较高的价格交易。这些较高定价的股票对于动量投资其本身是一个不错的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机会，然而你应该要从你的投资组合里剔除掉那些最具风险性的、过高定价最严重的股票。

- 实行。交易费用可能会非常快地盖过动量策略的任何超额回报，而这些费用可能会由于为了利用动量的优势而需要快速交易而被过度夸大。保持交易费用处于合理掌控之中是这一策略获得成功的关键。
- 遵守原则。要获取预期回报，你必须忠于你所检验的策略。通常，投资者会在面对失败时选择离弃其原来的策略。

结合上面这些要素，利用以下的甄别条件则可构建出一组动量股票投资组合：

- 价格和成交量动量大于 1.40：这些限制条件并不像上一节那么严苛，而会允许你选择高风险及高定价的股票。
- 风险标准——贝塔系数低于 1.20 而且股价的标准方差低于 80%：这些限制会剔除掉组合里那些风险最高的股票。这一甄别程度相当于 75%的所有美国股票，因此，确保了风险程度排名前 25%的股票会被剔除出该组合。
- 定价甄别：只有那些市盈率低于 20 的股票会被保留在组合里。

附表 1 里列出了最终符合条件的 7 家企业组合。

若你选择采用盈余意外或是依据利好信息而买进、因利空信息而卖出的基于信息的投资策略，你的时间段会以小时而不是星期来计算。若你想要获得该策略下回报的最大值，你应该尝试以下做法：

- 投资于信息和操作。鉴于股价会对信息产生反应，你就必须有获得瞬时信息的渠道。投资于能向你及时传达信息以进行及时交易的信息系统，是该策略得以运行的必备先决条件。
- 设定可用于甄别最少信息的股票的法则。采用这种策略的投资者通常必须根据未完整的信息进行交易。例如，你也许必须在正盈余报告公布之后而在没有详细接触该盈余报告的情况下买进股票。那些用来甄别盈余报告的潜在问题的法则也许能保护你规避下跌的风险。例如，一家收益逆转且会计实施不可靠的企业所公布的正盈余报告也许会被认为比一个名声较好企业的报告要更值得怀疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 频繁地观察你的投资以确定最优持股时间。信息公布动量似乎在某一点达到顶峰然后会自行转向。你必须通过观察过去的历史情况或是利用那些能帮你察觉动量转向时机的技术规律（例如成交量的下跌）来找出最优的持股时间。
- 交易费用和应纳税款的因素。基于信息的投资是比较费钱的。你不仅要频繁地成交，而且还要为快速执行支付更多费用。这些费用会随着时间累积并会抵消掉该策略所带了的全部利润。

考虑到这些因素，我们得出了盈余意外组合的构建要点如下：

- 最近季度的预计每股收益高于 0.25 美元：这将剔除那些盈余极少却可能会产生较大盈余意外的企业。这一甄别条件还附带地剔除了那些股票以极低价格成交而交易费用很高的企业。
- 每股收益意外大于 40%：盈余意外，其定义为最近季度里实际与预计每股盈利差额除以预计每股收益，它必须要大于 40%。换言之，实际盈余必须至少要比预期值高出 40%。
- 分析预期的标准方差小于 5%：当分析师们关于预计每股收益的分析达到一致意见时，盈余意外应会产生更大的影响，因此，当分析师对预计盈余存在明确分歧时，这些企业将被剔除出该组合。
- 前期每股收益意外大于 0：公布在前一季度正盈余意外的企业会被认为是比那些前一季度盈余低于预期的企业具有更稳定盈余增长。
- 低市盈率：研究表明价格更可能会在价值企业公布盈余意外后发生转变。根据这一发现，只有那些以低于 20 的市盈率成交的企业会被考虑进该组合。

最终的 29 家企业组合归纳在本章的附表 2 里。

结　论

基于动量的策略受投资者喜爱，这是因为那些在过去上涨的股票将继续在未来保持上涨这似乎是自然而然的事情。有事实表明在金融市场里确实有价格动量的存在，但是却必须对之保持警惕。过去上涨的股价——赢家股票——很可能在未来持续上涨。然而动量会在几个月后自行转向，而若你持股时间较长，那将更可能会发生股价的转变。而关于类似盈余报告和股票细分这些信息的公布所产生的动量，其迹象同样很不明确。当企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公布利好消息时，股价因信息公布而上涨并在公布后保持上升趋势，但这仅持续几天而已。对于价格动量，存在有一个界点，动量会在这一点停止而价格也会自行转向。同样在这些情况下，实践证据显示，若伴随有成交量的增长，价格动量更可能会持续下去。

关于动量策略的构建，可以分成两类。第一类是，同时根据价格和成交量的动量买进股票，即买进那些在前一期内较市场其他股票上涨更多并且伴随有成交量增加的股票。这些股票往往比市场其他的股票要更具风险，然而如果你能从中甄别并剔除掉那些因内线买卖而定价过高的股票，这将增加你的获利机会。第二类是，在正盈余意外后买进股票，以期望收益会随着股价的上涨而增加。同样的，若你可以将那些有着稳定盈余增长的企业与无稳定盈余增长的企业区分开来，那么你的获利机会也会有较大改进。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

章末附表

表 1 价格和成交量动量、低风险水平及低市盈率的股票

公　司	6个月利润	相对价格强度	相对成交量	市盈率	贝塔系数	标准方差
Chronimed Inc	68.35%	1.47	1.46	18.76	0.76	79.83%
Movie Star Inc	127.27%	1.98	1.51	20.40	1.11	70.26%
Aceto Corp	123.59%	1.95	1.74	17.06	0.74	52.04%
North Coast Energy Inc	73.75%	1.51	1.68	8.52	0.56	46.32%
Sanfilippo John B	115.00%	1.87	1.67	11.87	0.71	44.28%
First Colonial Group	84.71%	1.61	1.68	23.89	0.36	32.94%
CNB Finl Corp	74.86%	1.52	1.53	22.20	0.66	25.10%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2 有着正面的盈余意外及一致的预计盈余的股票

公司	股价	实际每股盈余	预计每股盈余	盈余意外	前期盈余意外	预测的标准方差	PE
Shaw Group Inc	9.7	0.42	0.3	40.00%	1.45%	2.00%	3.87
Coastal Bancorp	31.8	1.05	0.61	72.13%	11.48%	3.00%	4.97
Firstenergy Cp	31.04	1.19	0.47	153.19%	19.70%	2.00%	4.98
Ryland Grp Inc	48	2.5	1.24	101.61%	12.58%	4.00%	5.64
Harland (John H)	23.83	0.66	0.4	65.00%	3.92%	2.00%	5.96
Sunrise Assist	24.95	0.83	0.55	50.91%	1.61%	2.00%	6.27
Meritage Corp	36.3	1.72	0.88	95.45%	14.49%	2.00%	6.41
America Svc Grp	12.75	0.46	0.28	64.29%	46.43%	5.00%	6.58
Bunge Ltd	27.3	0.98	0.33	196.97%	12.94%	4.00%	6.93
Pulte Homes Inc	53.96	2.78	1.22	127.87%	1.67%	4.00%	6.96
Polaris Indus	49.82	1.51	0.54	179.63%	0.64%	2.00%	7.02
Black & Decker	36.2	1.05	0.43	144.19%	14.46%	5.00%	7.49
Yum! Brands Inc	24.73	0.55	0.38	44.74%	2.08%	3.00%	7.64
Bausch & Lomb	34.45	0.6	0.31	93.55%	9.09%	2.00%	8.31
Toro Co	71.6	0.38	0.26	46.15%	14.81%	1.00%	9.19
Newell Rubbermd	29.93	0.49	0.27	81.48%	2.22%	3.00%	11.37
Mcclatchy Co-A	52.8	0.86	0.56	53.57%	2.90%	3.00%	11.70
Diebold	36.14	0.67	0.36	86.11%	1.69%	2.00%	11.83
Intl Bus Mach	79.01	1.34	0.79	69.62%	3.13%	3.00%	11.87
Columbia Sports	38	0.72	0.26	176.92%	5.19%	0.00%	12.32
Lee Entrprs	32.83	0.51	0.34	50.00%	2.38%	1.00%	13.73
Gannett Inc	72.28	1.29	0.92	40.22%	1.02%	4.00%	13.97
Select Ins Grp	24.67	0.41	0.28	46.43%	2.70%	5.00%	14.67
Landstar System	61.22	0.88	0.61	44.26%	1.22%	2.00%	15.94
Biovail Corp	40.1	0.6	0.38	57.89%	2.17%	3.00%	16.40
Tribune Co	46.85	0.57	0.38	50.00%	21.05%	4.00%	16.68
Flir Systems	47.21	0.71	0.5	42.00%	17.65%	3.00%	16.77
Education Mgmt	41.91	0.7	0.5	40.00%	14.29%	2.00%	19.39
Avon Prods Inc	57.57	0.8	0.41	95.12%	2.13%	1.00%	19.78

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第13章 追随专家的指引

搜索权威顾问

斯坦利毕生都在寻找着思想上的开悟和启迪。他以同样的热情去尝试各种新的价值观和新的饮食习惯，他相信他所要做的不过是遵循正确的建议从而获得身心的愉悦。当他开始尝试投资时，他观看 CNBC 财经频道上的节目并阅读金融专家关于如何致富的著作。他确信，只有那些专家们才掌握了投资获利的密钥，而他所要做的只是仿效他们的做法即可。当美国最大共同基金的一位投资组合经理在美国著名财经杂志 Barron's 里列出了最值得购买的十大股票时，斯坦利遵循这一分析并买进了列表里的每一支股票。毕竟，这位投资组合经理不仅对华尔街有着最密切的关注并能够获取到最有价值的数据，另外他还与这些企业的管理者有着紧密的接触。在接下来的几个月里，斯坦利感到了彻底的失望。列表里的部分股票确实有着合理的良好表现，但是他的整体股票组合表现却严重低于市场值。为了弄明白到底哪里出了差错，斯坦利查找所有能找到关于那位投资组合经理的信息，并发现——这位投资组合经理因其管理的共同基金在过去10年的表现太差而被解雇了。此后，斯坦利卖出了所有股票，以及购买了一本破产专家所写的关于在金融危机中幸存的著作。

这则故事的寓意是：聪明的人并不是总能选中优绩的股票。

有些投资者似乎比其他人懂得更多的并声称会比市场获得更好的投资回报。若你真听从这些“专家”投资者并照搬他们的投资决策，你也许会骑在他们的成功上一同获利。因为持有对“专家”的这种信念,投资者们才会去阅读投资杂志并观看股市播报的电视节目。也正是这种信念使得投资专家们——证券研究分析师、投资顾问及投资组合经理——在金融市场里具有现在这般的影响力。在这一章里，你会对这些专家的投资是否会比市场更好以及遵循他们的这些建议是否会获得更高的收益回报等问题进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析。

故事的核心内容

每一门学科里都有专家学者，而在投资世界里则更是如此。有些投资者，像沃伦·巴菲特（Warren Buffett）和彼得·林奇（Peter Lynch），由于他们多年来的投资组合都产生了较高回报从而赢得了不错的声誉。其他一些投资者则因为他们所处的职位而成为专家——例如，投资银行的市场策略分析师和证券研究分析师。最后，还有一些人自认是投资方面的专家却缺少了相应事实作支持，他们仅凭着他们卓越的推销能力使自己出名，并撰写关于成功投资的书籍并为投资者提供可订阅的投资通信。为何新入门的投资者会如此被专家的建议所吸引呢？这是由许多信念所导致的，例如：

- 专家们对市场更为熟悉，因此不容易犯错误。投资可能会让人十分胆怯，尤其是在现今的市场里存在着大量可供选择的组合而且现今的投资也日趋变得复杂。投资者们担心他们的养老基金和存款会因在错误的时机选择了错误的投资对象而冒风险，他们以为那些专家们可以指引他们远离灾难性的失误。
- 专家可以为选股进程提供更多的资源（数据、模型、公众信息），因此会选择出更好的投资对象。个体投资者在投资分析上所花费的时间以及在分析过程中所能利用资源的丰富程度上受到了一定的限制。而一位投资银行的证券研究分析师或是一家共同基金的投资组合经理则可以为股票投资分析投入更多的资源及更多的时间，从而也就得出了更好的投资决策。
- 专家有获得非公开信息（流言、传闻、消息）的更好渠道，因此对较大事项能较早察觉。市场会随着信息变动，而那些能及时对利好消息进行评估的投资者就能够利用该信息赢得较高回报。个体投资者也许没法与企业管理者交流，而分析师们则有接触这些较高层面信息的渠道。因此许多投资者都认为有许多信息在被一般人所获悉前早已泄露到华尔街那些人的耳朵里去了。

理论根据：专家意见的价值

为了理解专家如何且为何能够战胜市场，你需要从观察市场价格是如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何定价开始分析。由于市场价格是由供求关系所决定的，一项资产的市场价格表现的是其价格的评估值。市场的投资者根据他们对未来的预测来评估价值。他们的这些未来预测是利用他们所能获取的信息来进行估测的，而这些信息会以不同形式出现。它可以是该资产的过去价格表现、年报中的公开有效信息或是在证券交易委员会的信息，又或是某个或某些投资者所能获取的信息。

虽然这一过程中的各个步骤——接受信息、利用信息推测预期值、并对资产进行交易——也许对所有投资者来说都是一样的，然而，对于不同的投资者能获得信息的数量以及如何对信息进行分析利用这些方面是存在着很大变数的。有些投资者比其他人能获得更多的信息。例如，一位以对思科（Cisco）公司进行投资评估为任务的研究分析师将比进行同样决策的小投资者能获取到更多的信息。这些信息的差异会与投资者利用信息方式的差异结合一起作出预期展望。有些投资者建立复杂的数量模型，以将信息转换成预期盈余和现金流，并定出股票的价值。其他一些投资者则利用同样的信息来对不同的股票进行比较。其结果是投资者可能会对资产价值持不认同的意见。那些认为它有更高价值的投资者会成为该资产的买家，而那些认为其不值该价值的投资者则会卖出该资产。市场价格表现的是市场所确认的价格，即当需求（买进）等于供给（卖出）时的价格。

这一价格通常会因 3 个原因而偏离其价值。而正是定价过程中的这种缺陷，可能会为专家们提供了可能的超额回报。

- 首先，大部分投资者都能获取的信息可能是不成熟或不正确的；然后，基于这些信息所推出的预测值也将会是错误的。获得更好或更为复杂的信息的投资者，能够利用其信息的优势而产生潜在的超额回报。这通常是企业的内部人员比外部投资者更为有利的优势。
- 其次，投资者也许在利用信息得出预期值的方面做得不够好。那些能较好地利用信息进行分析（利用较好且较复杂的模型）的投资者也许能发现错误的定价并利用它获利。这是分析师和投资组合经理所能获得的潜在价值。
- 再次，即使信息是正确的并且大部分投资者能得出适当的预期值，然而仍有一些投资者愿意以与这些预期值不相符的价格进行交易。因此，一个估计其股价应为 50 美元的投资者仍可能愿意以 60 美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元买进，因为，他或她确信该股票日后将能以 75 美元卖给其他人。那些对股价的判断失去理性并愿意赌它一把的投资者也许可以在较长时期获得较高的回报。这大概就是像沃伦·巴菲特（Warren Buffett）和彼得·林奇（Peter Lynch）那样的成功投资者给该过程所带来的效应。

在这种构架下，你可以看到专家在市场里所起的作用。专家可以通过较其它投资者更早获得信息、更好地利用这些信息、或以找出市场如何给资产定价的系统错误而建立他们的声誉。其他投资者可以学习他们的分析并且至少在一定程度上分享了他们的成功。

查看证据

那些获得了其他人无法得到的信息（即独家信息）的投资者是否利用这些信息赢得了利润呢？虽然这答案似乎是显而易见的（肯定的），然而真要测试他们是否确实获利这非常困难了，因为那些根据这些信息进行交易的投资者不会公开其行为。其原因是监管机构，尤其是在美国，是特别禁止在重大信息发布前进行内幕交易的行为。因此，那些遵守法规且在证券交易委员会登记其交易的内部人员首先不太可能基于特别信息而进行交易的。鉴于存在这样的选样偏差，在这一节里，我们一开始会观察内部人员是否将买进和卖出做为未来价格波动的信号，因为内部人员也许仍具有其他投资者所缺乏的能获得企业总体信息的信息渠道。本节的第二部分将探讨更深入的问题，即那些基于独家信息的不合法的交易是否为投资者带来超额收益。虽然这个测试看起来似乎无法执行，你至少可以通过察看在重要信息公布前的成交量和价格波动来推断出关于这些交易的相关结论。在最后一部分里，你会分析到通过听取并采用证券研究分析师的建议是否能使投资回报有所增加。

内部人

证券交易委员会对内部人员的定义为企业的高级职员、董事或重要的股东（持股量占企业发行股数 5%）。内部人员是禁止在企业重要信息公布前进行交易的，并且在买进或卖出公司股票时必须要在证券交易委员会里登记。在这一节里，你会从观察内线交易与后续股价波动之间的关系开始研究，然后会分析非内部人员是否能利用内线交易的信息而为自己带来超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

额回报。

内部人交易与股票价格。若假设内部人员具有关于公司的较有用的信息从而能对公司进行较其他投资者更为准确的价值评估，这看起来也比较合理，那么内部人员关于买进或卖出股票的决定应该会为股价的波动发出信号。图 13–1 反映的是一项较早期的关于内线交易的研究，该研究检测了两组股票的超额回报，并根据内线交易进行了分类。“买进组合”里包含了内部人员买进超过卖出的差额最大的股票，而“卖出组合”里则包含了内部人员卖出超过买进的差额最大的那些股票。

内部人员更积极买进的股票，比起那些内部人员更积极卖出的股票，前者在内线交易后的几个月里的表现更出色。虽然研究对这一发现表示支持；但是值得注意的是内线买进并不一定在价格上升之前发生；10 支股票里有四支内部人员买进的股票结果却证明是失败的投资，即使是平均起看，其获得的超额回报也并不大。关于价格因内线交易所产生波动的更深入的分析则表明，有着内部人员实质性地抛售股票的企业，其在接下来的 12 个月里的股票收益为 14.4%，这明显低于内部人员买进股票的企业所获得的 22.2%的股票收益。然而，内线交易与后续回报之间的联系对较小企业来说最为显著，而对于大型企业这种联系几乎不存在。

前面引用的大部分研究都集中于总的内部人员买进和卖出，然而，假若你可以将内部人员交易分解得更为详细，那将会带来价值的增长。请考虑以下几个观点：

- 并不是所有的内部人员都有同等的信息渠道。顶级管理者和董事会成员会知道更为重要的信息，因而他们的交易应比其下属的交易行为更有指示作用。研究指出，那些仅关注与顶级执行官所进行的大笔交易而不关注总体内线交易的投资者可能会、而且在事实上也会获得较高的回报。
- 对普通股票进行交易有多种替代方式，而内部交易者对于这些替代品的运用也变得十分在行。例如，为了持有对冲普通股票而对衍生证券（尤其是期权）进行的内线投资会在不良盈余公布前并随着股价抬高之后立即增加。另外，股价往往会在内部人员采取这些对冲持仓之后有所下降。

总而言之，内线交易确实包含了内部人员的信息，但这些内部人员所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

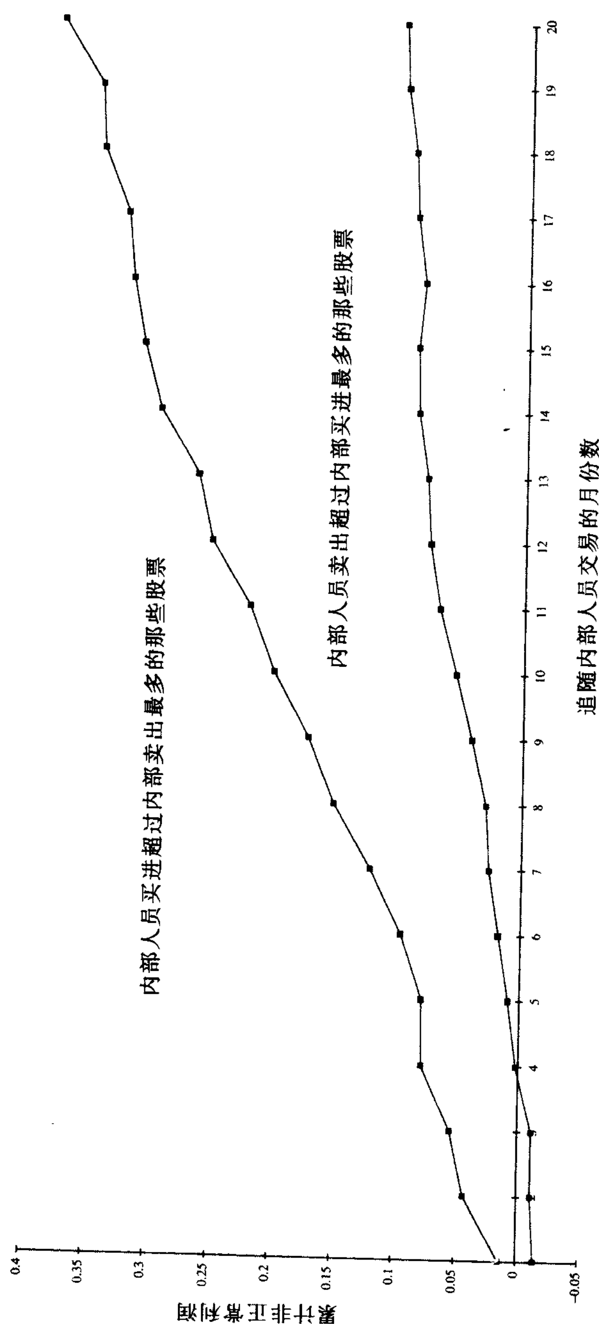


图 13-1 追随内部人员交易的累计利润：买进与卖出组群

注：数据来自于 Jaffe。内部人员买进（卖出）组群包括了内部人员买进（卖出）比内部卖出（买进）超出很多的那些公司。这里的利润指的是从组合构建之后的 24 个月的累计利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

占有的信息优势并不是不可抵挡的，至少在美国不是。这在某种程度上可以用下面这两方面事实来解释，那就是企业中存在有一些合法的内部人员，他们不能根据预计要公布的信息而进行交易，并且即使是最好的信息也不一定是准确的。那些根据内部人员买进或卖出而进行交易的投资者必须意识到内部人员在其投资时的价值评估方面通常也会犯错误。

违法的内部人交易。前面所讨论到的所有研究都无法回答内部人员本身是否获得了超额回报。汇报程序现在是由证券交易委员会所制定的，它倾向于合法且较少获利交易而远离非法且更高获利的交易。关于这一看法的直接证据无法轻易获得，不过，基于私人信息的非法交易的内部人员必定比合法交易的内部人员获得高很多的利润。为了支持这一看法，下面列出 3 点证据。

- 首先（且最无力的）一点是历史轶事。当内部人员被发现进行非法交易时，他们几乎全都已经从他们的投资中大赚了一笔。显然，有些内部人员利用他们的特殊地位赚取了实质的利润。之所以说这一理据是疲软无力的，是因为证券交易委员会把巨额收益作为判断是否进行起诉的指标之一。换言之，一个利用信息非法交易的内部人员也许是违反了法律，但如果他或她的非法交易导致了亏损那么他就不太可能会被起诉。
- 几乎在所有公司进行主要新闻发布之前，都会抢先出现价格的上涨（如果消息利好）或是价格的下跌（如果消息利空）。因此，你会看到目标公司的股价会在接管新闻确实公布之前出现上涨，而一家公布令人失望的盈余公司会在盈余公布前些天出现股价下跌。尽管这也许反映了预见性较高的市场反应，然而它更像是某些获取了特殊信息（也许是从公司里或是辅助该公司的中介中）的人员正在利用这些信息进行提前交易。事实上，关于内线交易的另一个指标是，在重大信息公布前公司股票本身以及其衍生物的成交量出现了大幅上涨。
- 除了有获取信息的渠道，内部人员通常以其所处位置还可以控制相关信息向金融市场发布的时间。内部人员也清楚知道他们是不允许抢先信息进行交易，他们通常会调整信息的公布使得他们较不容易被证券交易委员锁定目标。一项分析指出，内部人员会在他们公司公布持续盈余增长中断的信息前 3~9 个季度之间卖出股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票。该研究还发现，在盈余下降的时期前，内部人员对增长企业股票的沽售会增加。

在投资决策中利用内部交易。 要追踪合法内部人员的行为已变得更容易且更及时。你可以在证券交易委员网站（http://www.sec.gov）查看公司所填交的资料。内部人员的交易信息可以在表 3、表 4 及 144 里获得。许多更为流行的财经网站例如 Yahoo! Finance 也会公布个体公司近期的内部人员交易信息。如果你乐意支付更多费用，你还可以向那些汇集信息的金融服务机构定购所需资料。

随着有关内部交易的信息越来越容易获取，这些信息作为投资工具的作用也变得越来越小。此外，期权运用在管理者报酬方案中的涌现，给汇报系统带来了实质上的不确定性，因为在管理者行使期权并且为了流动性及多元化的原因而出售一定份额的所持股份时，会引起很大程度的内部交易。要使内部交易信息获得回报，你需要跳开内部交易总数，去关注较少被追踪的较小型企业里高级管理者所进行的大笔交易。即使这样，因为你是在运用公开可获得的信息来投资，所以你也不应该期望奇迹出现。

真正的回报来自于通过查看成交量及买卖价差而对非法内部交易进行的追踪。成交量与私人信息之间的相互联系也许能为运用成交量评估作为技术指标提供一个直观的原理。

分析家

分析家们显然在信息市场里有着特殊的位置，他们在私人与公众信息之间进行操作分析。分析家们同时利用这两类信息为其所追踪的公司研究盈余预测，并为其客户发布买进或卖出的建议，而这些客户会根据这些建议进行交易。在这一节里，你会考虑到是否存在对盈余预期有价值的信息及建议以及将它们引入投资决策能否带来较高的回报。

*盈余预测。*分析家们花费相当多的时间及资源来预测下一个季度和下一个财政年度的每股盈余。大致看来，这就是他们与公司管理层的联系且获取私人信息所能够为他们带来的一种优势。因此，当分析家们向上或向下调整他们的盈余预测时，他们将这种信息传递到金融市场里，而价格亦会作出反应。

*分析家预测的信息。*分析家对增长的预测应比仅查看过去盈余增长要好，要相信这点的理由很简单。分析家们，除了利用过去的盈余数据，还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以利用其他对预测未来增长有帮助的信息而占有一定优势。

- 自最近盈余公布以来已经公开了的公司特有的信息：分析家们可以利用那些自最近的盈余公布后已作公布了的公司信息来预测未来增长。这些信息有时可以导致对公司预期盈余和现金流的重估计。例如，关于企业与联邦政府有一份已签的赢利合约或是企业的管理层已更换的这类信息，应该会影响你对未来期间盈余增长所作的预测。
- 也许会影响未来增长的宏观经济信息：所有公司的预期增长率受到国民生产总值增长、利率和通货膨胀等经济信息所影响。分析家们可以随着整体经济及财政与货币政策改变的相关新信息的出现而更新他们对未来增长的预测。例如，经济增长快过预期值的信息会导致分析家们调高他们对周期性企业的预期增长的估测。
- 竞争公司透露的关于未来前景的信息：分析家们还可以根据竞争者所发放的关于价格政策和未来增长的信心来进行他们的增长评估。例如，一家零售公司公布的减缓销售增长可以导致其他零售公司盈余增长的重新评估。
- 关于公司的私人信息：分析家们有时获取关于他们所追踪公司的私人信息而这些信息也许会影响到未来增长的预测。这避开了对私人信息何时变成非法内部信息这一敏感问题的回应。然而，毫无疑问，有用的私人信息可以导致较好的未来增长评估。企图限制这类信息的泄露，证券交易委员发布了新规定以防止企业有选择性地向小部分分析家或投资者透露信息。然而，在美国之外的企业会例行向追踪它们的分析家们传递私人信息。
- 除了盈余外的公开信息：完全基于过去盈余数据来进行盈余预测的那些模型也许忽略了其他对预测未来盈余有帮助的可用公开信息。例如，其他财务性变量，如盈余留存、公司毛利以及资产周转率等，都对预测未来增长有帮助。

盈余预测的质量。如果有许许多多的分析家对公司进行追踪而且这些分析家们确实比其他人拥有更有价值的信息，那么分析家们推出的增长预测应该会优于那些基于过去盈余增长或是其他可用公开信息而得出的估测。然而，这个前提假设是否恰当呢？那些分析短期盈余预测（提前 1 个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

季度至提前 4 个季度）研究的普遍舆论认为分析家们能提供比纯粹基于历史数据的模型更好的盈余预测。从实际盈余与下个季度的预测值之间的百分比绝对差值来看，分析家预测的绝对差值要小于基于历史数据得出的预测结果的绝对差值。对分析家预测的准确性总结如下：

- 分析家预测比过去增长率要准确但并没有准确太多。盈余预报家（*Earnings Forecaster*）杂志所作的一项关于预测相对准确性的研究，考查了每年出现预测错误的月份并计算分析家预测错误与仅用过去数据作预测的盈余时间数列模型的预测错误的比率。它发现，时间数列模型实际上在 4 月到 8 月之间的表现要优于分析家预测，但是在 9 月到下年 1 月的表现要不如分析家预测。该研究的作者猜测这是因为分析家在年度的后半时段可以获得更多的公司特有信息。
- 分析家的优势使较长期的盈余预测出现恶化。将机构经纪人预测系统（IBES）的一致分析家预测与纯粹根据过去盈余的预测关于提前 1 季度到提前 4 个季度的预测结果进行对比发现，分析家预测对提前 1 季度及提前 2 个季度的盈余预测要优于时间数列模型，对于提前 3 个季度的预测两者表现相当，而在提前 4 个季度的预测上前者不如后者。因此，分析家因公司特有信息而拥有的优势似乎随着预测时间的延长而表现越来越差。
- 分析家在预测盈余时犯下令人惊诧的重大错误。关于 1974~1991 年间分析家预测的研究发现，在所检验的预测情况中超过 55%的分析家对于盈余的预测偏离了实际盈余超过 10%。对于较差的预测表现的一个可能的解释为，分析家习惯性地会对未来增长过于乐观。一项分析总结出，这些大量的预测错误来自于分析家对宏观经济的较大变动的错误判断。换言之，就像图 13-2 里显示的，分析家往往会过分评估反弹顶点时的增长而在衰退中期的增长过低评估。

要注意的是，分析家们会对高经济增长时期的盈余一致地过低评估而对低经济增长时期的盈余却过高评估。对比 7 个国家的分析家预测错误毫不奇怪地得出，在要求更多财务揭露的国家里，分析家的预测会比较准确而且也存在较小的偏差。

- 对于长期预测（5 年），没有证据显示分析家增加了任何投资信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

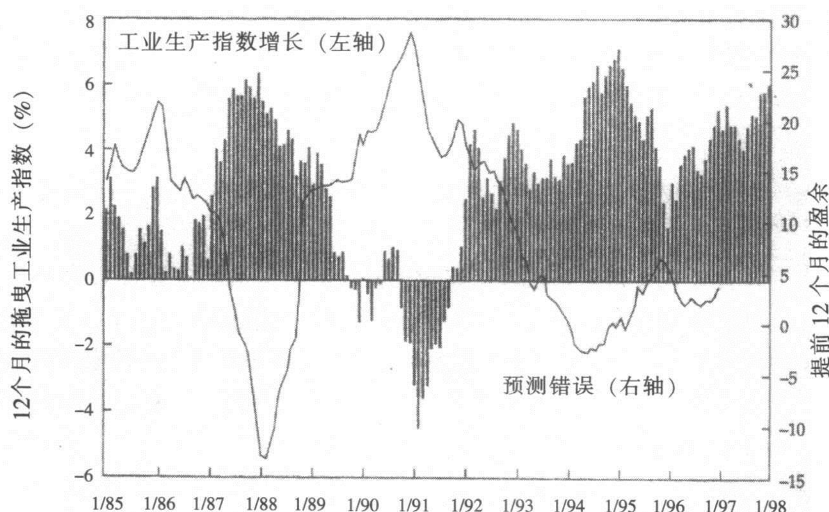


图 13–2 盈余预测错误及经济增长

注：数据来自于Chopra。工业生产指数评估了经济增长的速度，而盈余预测的错误是所有分析家的盈余预测（相对于实际盈余）的平均预测错误。

息。没有证据指出，当进行3年或5年期以上的预测时，分析家提供了较好的预测。早期的一项研究对5家投资管理公司在1962年和1963年所作的长期预测与随后3年的实际增长进行对比，总结出分析家是较差的长期预测家。这个看法在后来的一个分析中引起了争论，这个分析发现机构经纪人预测系统（IBES）的5年增长预期优于基于历史的未来增长评估。

在争论分析家对增长率的预测时存在一个直观性的基调，认为他们的预测一定好于基于时间数列或是其他历史数据的模型是因为他们利用更多的信息。然而证据显示，他们在预测中的优势在进行长期预测时是出奇的小，而过去盈余增长率则在确定分析家预测上起到了很突出的作用。

市场对修正盈余预测的反应。在第12章描述的价格动量策略里，投资者购买在最近时期上涨最多的股票，期望动量趋势能持续到下一个时期。基于盈余动量你可以构建一个相似的策略。这些策略中有些是完全基于盈余增长率，而大部分的策略是基于盈余如何达到分析家的预测值而建立的。事实上，有一个策略是要买入分析家调高盈余预测的股票，并期望股价会依照这些盈余调整做出相应表现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国有许多的研究似乎得出了一个结论，那就是利用分析家的预测修正可能会获得额外回报。在关于该现象的最早一个检验中，研究者根据修正盈余建立了一个包含了3个板块49家股票的投资组合，并且公布了那些最正面盈余调整的股票在接下来的4个月里获得了4.7%的超额回报。一项研究指出包含了机构经纪人预测系统（IBES）中的20支最大上升盈余调整的股票的投资组合会获得14%的年度回报，而对应的指数回报仅有7%。对于超额回报的一项检验认为，高回报集中在作出调整的前后数周里出现：在预测调整前1周内为1.27%而在1周后为1.12%。该研究进一步显示，被归类为领头者（在及时性、影响性及准确性方面来看）的分析家同时对成交量和价格都有较大的冲击。在2001年，研究扩展到其他国家的盈余预测，其得到的结论是，在英国你通过买进最具正面调整的股票会获得4.7%的超额回报，在法国为2%、德国为3.3%。

分析家推荐。分析家报告的最重要的一点是他们对股票的推荐。你会期望股价根据分析家的推荐而作出相应反应，如果没有其他的理由，有些投资者会追随这些建议而在鼓励（或反对）建议下买进（或卖出）。在这一节里，你首先会考查一些关于分析家建议的主要经验事实，然后考虑市场会对这些建议出现怎样的反应。本节最后会分析到根据这些建议进行短期或长期投资决策的投资者是否能够从中获利。

推荐游戏。在你开始研究市场对建议的反应前，你要先将有关分析家建议的三点经验事实摆上桌面进行考查。

- 如果你将分析家建议分类为买进、卖出及持有，其中买进建议占据了压倒性的比例。例如在2001年，买进建议对比卖出建议的比例为7比1，然而这其实已经是继20世纪90年代出现下跌后的结果，在那个时期买进建议对比卖出建议通常是25比1。
- 出现买进及卖出建议之间的这种不平衡现象的部分原因是分析家们通常除了买进、卖出及持有等还有很多的分层。例如，有些投资银行以及投资顾问公司拥有对股票的数字分级系统，这个系统里股票被分为1~5级（价值线（Value Line）就是这样），就像其他的一些个体将买进和卖出建议细分成许多子等级（强买、弱买）。这些系统允许分析家可以更有等级性地分类股票，不仅如此，它还允许分析家在不发一言的情况下传递出卖出信号。因此，一位分析家将一支股票的强买等级降低为弱买，这是在发出一个股票卖出信号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

■ 对于盈余预测，这种分析家建议中存在一种羊群行为。因此，当一个分析家将一支弱买的股票调高为强买，这往往会导致其他分析家在稍后几天都一拥而上地调高该股票等级。

市场对于建议的反应。市场对分析家们作出的建议是如何反应的呢？你可以检验股价在建议发布当日及其随后数周内对于买进及卖出建议的反应。虽然买进与卖出建议都对股价产生影响，然而卖出建议对股价的影响远大于买进建议。当你想起刚才提到的买进建议的比例远远超过卖出建议的数目时，你对这个情况应该不感到奇怪。有趣的是，买进建议所引起的价格冲击往往是立即性的，而且没有证据显示价格会在这个公布后出现转变，而在卖出建议出台时股价则会持续趋于下跌，见图 13-3。

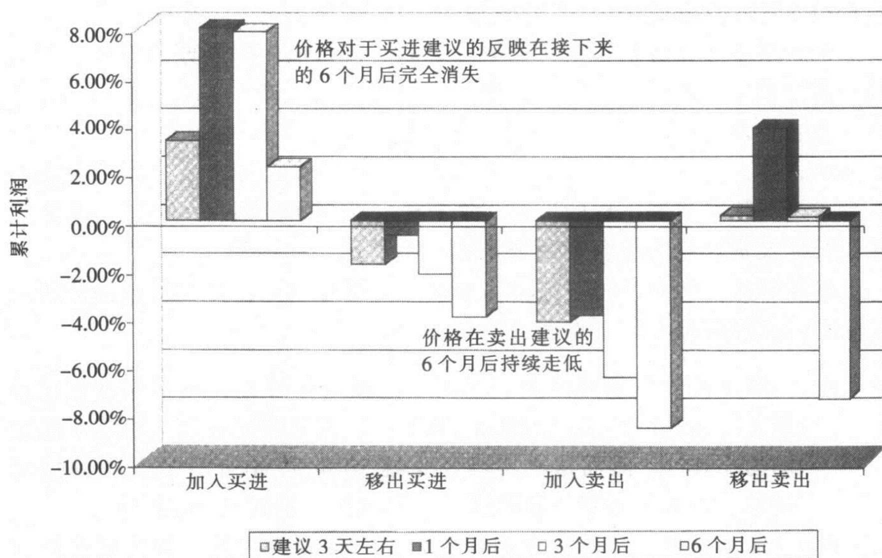


图 13-3 价格对分析家建议的反映

注：数据来自于 Womack。这里股票根据追踪其股票的分析家对股票建议的更改而进行分类。

在建议出台时（建议报告前后 3 天左右），买进建议会影响股价上涨 3%，而对于卖出建议，股价则出现了 4%的下跌。在随后的 6 个月里，股价因卖出建议而额外再下跌 5%，而股价对于买进建议则相对平稳。

你能从分析家建议中赚钱吗？其答案似乎是肯定的，至少在短期内是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样。即使在建议中并没有新的信息，购买这些建议的客户们所产生的“自我实现的预言”也会推使股价在买进建议出台后上涨而在卖出建议后把股价推低。如果这是股价反应的惟一原因，那么这回报不仅很少而且还会很快消失，从而给投资者留下大额的交易费用和为数不多的利润。

投资顾问及其他专家

投资市场里到处充斥着许许多多的投资者观点与看法，内部人员及分析家仅是其中的两个玩家。投资顾问通信旨在选取市场的最优股票，投资顾问服务机构，例如价值线（Value Line）及晨星（Morningstar），提供他们专有的选股建议（以适当的费用），并且广泛地在电视上谈论，声称已找到投资获胜的轨迹。除了重温关于专家建议获得成功的所有研究，对于证据你可以总结出以下几点：

- 投资顾问和专家中出现长期及一贯性的选股成功的例子并不多见。声称利用私人专有的股票选择模型进行选股的投资通信通常没有什么有效理据说明他们针对选到了较好的股票。对于被赫伯特金融文摘（*Hulbert Financial Digest*）所追踪的 153 家活跃的投资通信进行的一项分析得出，即使是在进行交易费用调整之前，亦没有证据显示他们具有选股的技巧。假设这其中许多投资通信要求进行频繁交易，那么对于遵循它们建议的投资者所获得的回报将毫无疑问地将会更糟。其中也存在少数的例外。大量的研究发现，年资最深的投资顾问服务机构之一的价值线公司在利用它的等级划分以确认出优秀的股票这方面获得了一定的成功。
- 即使在那些似乎能提供不错投资建议的投资顾问服务机构当中（如价值线），也会出现明显的“执行短缺”。换言之，账上回报与你在实际的投资组合中会获得的实质回报之间存在着一个很大的差距。关于价值线等级的一项检测显示，在 1979~1991 年间最优股票的纸上投资组合（及时性为 1）获得 26.2%的年回报，而买进同样股票的投资者则仅获得 16.1%的年回报。事实上，价值线在 20 世纪 80 年代创建了一个基金按照自己的建议进行投资，该基金回报明显低于纸上投资组合的回报。
- 找到了选股成功秘方的投资顾问似乎在他们初次给出建议时能获得他们最大的成功。长期来看，这种成功是不利于自己的，因为随之出现的模仿者会快速地把这些额外回报源头给消灭掉。价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

线的初始成功中很大部分是归因于它在其即时等级评定中领先运用了盈余动量。一旦价值线取得了成功，其他顾问也会开始在它们的择股策略中运用盈余动量，从而削弱了它的功效。

- 明星级的短期资本经营者以及分析家们在公开媒体所发表的大部分投资建议都是只考虑了自己的利益，而且也没有证据显示读了这些建议的投资者会因此获得任何的成功。例如，金融周刊 Barron's 每年都举行一次全国最出名的短期资本经营者的聚会，这些短期资本经营者会提供下一年度的最优股票的选择。进一步查看这些股票选择发现，在建议日到出版日之间的那 2 个星期里股价上涨了约 2%，而在出版日起至持股的 1~3 年里却并没有任何额外回报。

数据的处理

在你决定听从专家的建议而在内部人员买进股票且在分析家发表购买建议之后买入所建议股票之前，你应该查看不同市场间的差异，并且对内部人员所持个股的份额比例、他们交易有多频繁、分析家们追踪最多的是哪些类型公司以及分析家建议的性质等具有一定的认识。

内部人交易

证券交易委员对内部人员定义为公司的主管、经理或员工，你可以计算内部人员对公司股票持有份额的百分比。像微软或甲骨文这些公司的创办者仍然会对公司的管理扮演着重要的角色，并且还持有不少份额的公司股票，对于这样的公司，你会发现其内部人员持股程度占发行股票很大的比例。例如甲骨文公司，在 2003 年 4 月公司的执行总裁拉里·埃利森拥有公司超过 20%的发行股票。在那些已存在了一段时期的更为成熟的公司里，内部人员持股比例小很多。在图 13–4 中，你可以看到 2003 年 4 月美国不同公司的内部人员持股占发行股数的百分比。

要注意，有少数一些公司，他们的内部人员持股超过了公司发行股数的 70%、80%甚至 90%。

了解内部人员所持公司股份有多少是有用的，而且大多数投资策略是以内部人员持股的改变为基础的。不过，内部人员交易是否够频繁能不能作为一个投资策略的基础呢？要回答这个问题，我们计算了 500 家美国公司自 2003 年 1~3 月的 12 周时期里的内部人员持股改变比例。这些改变的分布情况归纳在图 13–5 里。即使在 3 个月期间里，内部人员交易的改变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

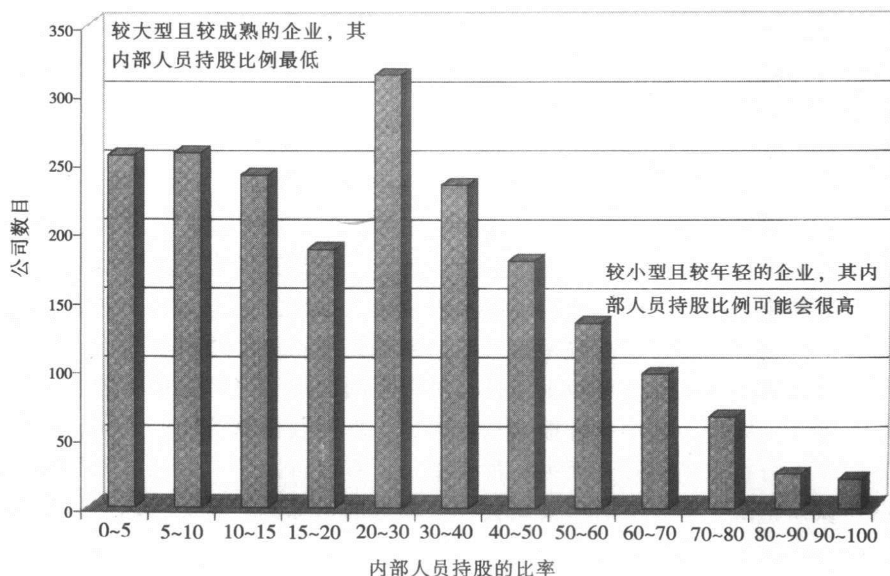


图 13–4 美国企业的内部人员持股

注：数据来自于 Value Line。SEC 对内部人员的定义包括了企业雇员及主管和持股超过 5%的股东。

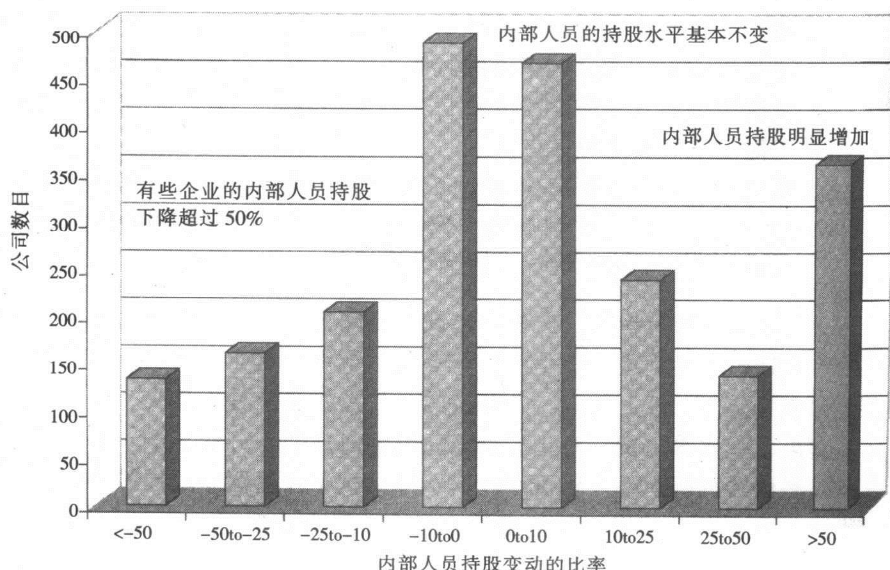


图 13–5 内部人员持股的变化：2003 年的 1~3 月

注：数据来自于 Valve Line。这是在 12 个月时期内的内部人员持股的变化比率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至少在部分公司里是非常明显的。例如，在 2003 年 1~3 月期间，有 350 家公司的内部人员持股增加了超过 50%，而内部人员持股下降超过 50% 的公司有 150 家。

分析家建议及调整

华尔街及其他地方的数以百计的分析家们对美国公司进行追踪，但并不是所有的公司都能吸引同样数目的注意力。本节开始会先查看不同公司间的分析家追踪的差异，然后继续考查分析家作出的买进及卖出建议的频率、他们调整这些建议的频率以及他们调整其预测盈余的频率。

分析家们会追踪怎样的企业呢？对于不同公司，追踪它们的分析家数目有着很大差别。其中一种极端是像通用、思科及微软这样的公司，它们被数十个分析家所追踪；而另一种极端是，有数百家公司并没被任何一个分析家所追踪。为什么有些公司会拥有较多的追踪分析家呢？以下似乎是其中一些决定因素：

- 市价总值：公司的市价总值越大，它越可能被分析家追踪。事实上，这一事实也许正是小盘公司能获得的超额回报的原因之一。
- 机构性持有：机构投资者持有这些公司股份的比例越大，公司就越有可能被分析家追踪。然而，到底是分析家们追踪机构投资者还是机构投资者反过来追踪分析家，对于这一点仍有待讨论。假设机构投资者是股本研究分析家最大的客户，那么这种因果关系可能两方面都同时存在。
- 成交量：分析家更可能会追踪流动性股票。然而，同样值得注意的是分析家的存在以及某支股票的买进（卖出）建议的出现也许会对成交量的增加起到一定的作用。

分析家建议的倾向性。分析家建议有不同的形式。虽然有些分析家简单地将股票分类为买进、卖出及持有等几个组别，然而，大部分的分析家会把股票分类得更细。其中一个普遍的分类是将股票分为强买、买进、持有、卖出、强卖等组别。对于买进建议的偏向性是十分明显的。有许多方法可以看出这种倾向性。你可以计算不同分析家在追踪同一支股票时的平均建议，并查看在每个分类组别中各包含了多少支股票。图 13-6 中的分布图反映了 2003 年 4 月的美国股票情况。

在超过 4 000 支被分析家们追踪的股票中，得到卖出及强卖建议的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

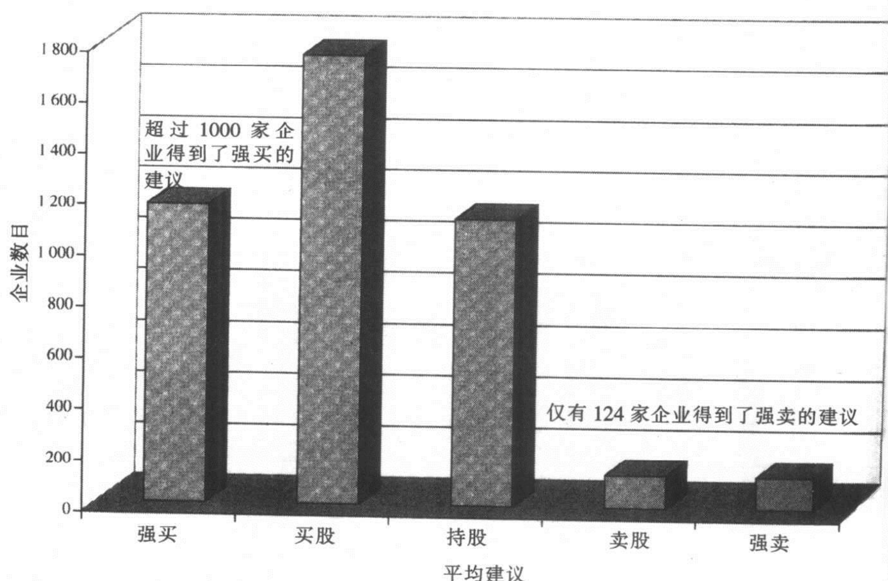


图 13–6 平均建议：2003 年 4 月的美国股票

注：数据来自于 Zacks。对每支股票的个体分析家的建议进行汇总并整理出一个大致的建议。

票不足 300 家。相反，得到买进及强买建议的公司几乎有 3 000 家。

查看追踪同一支股票的不同分析家所作出的建议，并将它们以百分比程度分类为买进、持有、及卖出建议组别，通过这种方法，你也可以看到分析家们对买进建议的严重偏爱。在图 13–7 中，公布了 2003 年 4 月美国的 900 家企业的数据。

同样在查看分布图的两端时，买进及卖出建议之间的对比是最为明显的。追踪股票的分析家们对大约 900 家股票作出了买进建议；对应的，只有少于 20 家股票有少于 10%的分析家作出买进建议。而对于卖出建议，情况则完全相反。

分析家盈余预测。除了对股票作出投资建议之外，分析家们也会在盈余报告出台前预先对每股盈余作出预测。正如在上一节提到的，向上调整的盈余预测可能会是未来股价上涨的一个潜在信号。

分析家作出盈余预测调整有多么频繁，并且这些调整程度又是怎样的呢？要回答这个问题，我们检测了 2003 年 3 月的一个 4 周时期内进行的所有盈余调整。这些调整都是在 2003 年 4 月公布的首季度盈余报告之前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

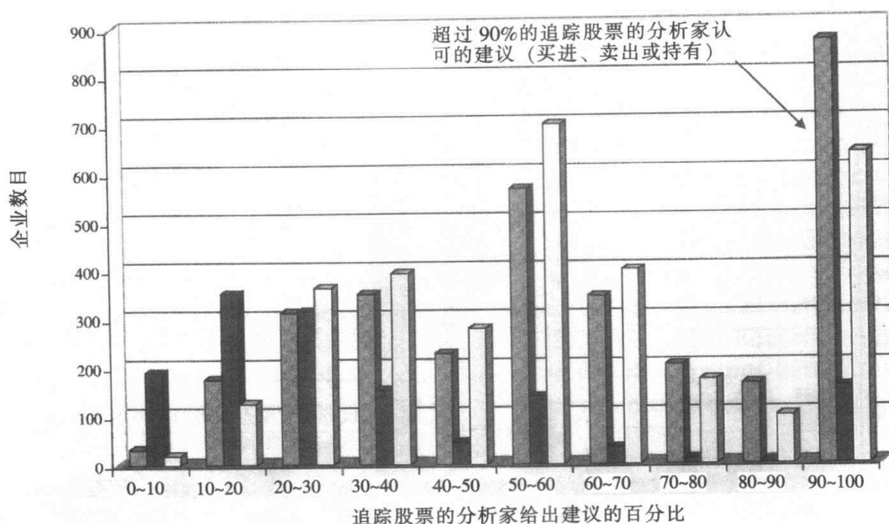


图 13–7　个股的建议分解

注：数据来自于Zacks。这显示了追踪每支股票的分析家分别作出买进、卖出及持有建议所占的比例。对于每支股票，这些百分比值加起来应为100%。

进行的。图13–8公布了分析家追踪的所有美国股票在这四周内的每股盈余一致预测值改变的百分比率。

查看图13–8，你看到的第一事实是，对于大部分公司来说，其盈余预测的改变是非常小的；样本中70%股票的一致盈余预测的改变小于（+/–）10%。然而，对于许多的公司来说，预测的调整仍是非常严重的。有不止100家公司的盈余预测向上调整超过了50%。它们正是会被遵循盈余动量策略的投资者所选中的那些公司。

“专家”股票的组合

如果你打算将本章的所有发现全部应用到一个投资组合里，你会想要买进那些内部人员及分析家们对其持乐观看法的股票。要构建这样一个组合，你至少需要进行以下3个筛选：

- 正面的分析家建议：虽然买进建议比卖出建议出现的更为频繁，不过只有那些买进建议占所有建议比例大于80%的股票才会被考虑进本投资组合。由于那些仅有一个或两个分析家追踪的股票要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

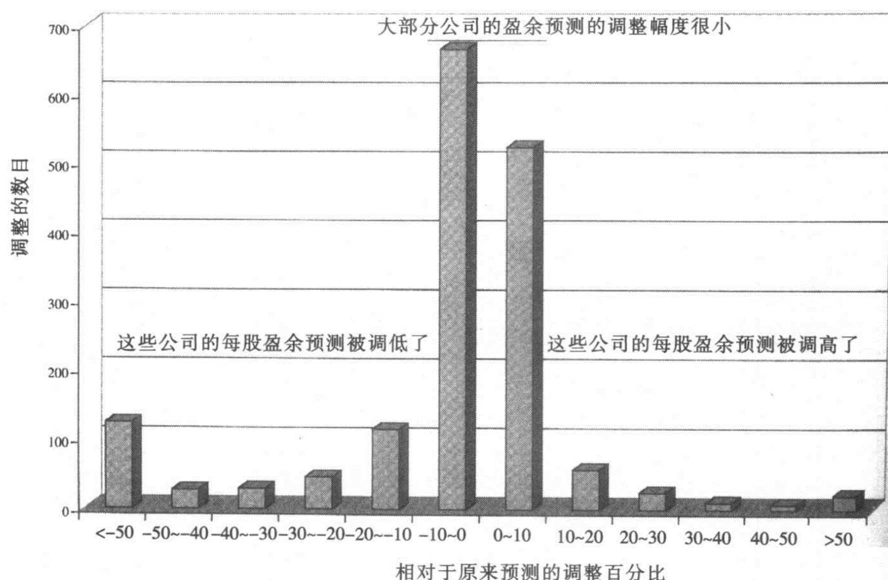


图 13-8 季度性盈余预测的调整：2003 年 2 月至 2003 年 3 月

注：数据来自于 Zacks。这显示了被分析家追踪的企业的一致盈余预测被分析家进行调整的比例。

满足上述条件实在是太容易了，所以限制只有那些得到 3 个以上买进建议的股票才会被考虑。最后，也只有那些在最后 1 周里至少有一位分析家作出了向上调整预测等级的股票才能通过筛选，因为对投资者产生影响的似乎就是这些建议的调整。

■ 近期的向上盈余调整：这些近期的盈余预测调整是关键。据此，我们只考虑那些在筛选日前四周内曾作出过向上盈余预测调整的公司。

■ 净内部人员交易：仅考虑样本中那些内部人员在筛选前 3 个月内买进的股票多于卖出的股票的公司。

根据 2003 年 4 月 15 日的可用数据而得出的最重 16 支股票公布在表 13-1 里。

你会发现，这些股票中大部分都是具有流动性且被广泛持有的股票。这很大程度上是因为该组合要求只考虑那些有至少 3 个以上买进建议的公司。而且内部人员的持股比重改变也必须要谨慎考虑，因为许多持股比重发生较大增加的情况经常会在内部人员持股较少的公司中出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13–1 内部人员买进且分析家持乐观观点的公司

公司名称	现行股价（美元）	强买或买的建议数目	持股建议的数目	强卖或卖的建议数目	过去四周的盈余预测调整	过去季度内内部人员持股的增加
Amgen Inc	59.54	24	3	0	0.33%	17.48%
Applebees Intl	28.09	12	6	0	0.14%	47.30%
Biomet	28.86	13	6	1	0.50%	1.80%
Anheuser Busch	47.23	9	6	0	0.01%	4.12%
Corinthian Col	39.66	6	2	0	1.29%	5.54%
Cognizant Tech	20.16	10	2	1	1.15%	155.60%
Donaldson Co	39.69	3	2	0	2.42%	3.69%
Ebay Inc	88.41	9	4	0	3.75%	10.93%
Express Scripts	54.53	13	3	1	0.15%	139.09%
Hot Topic Inc	22.77	14	3	0	0.12%	39.57%
Hutchinson Tech	24.22	4	1	1	0.43%	12.46%
Medtronic	46.65	18	9	0	0.15%	2.00%
Merrill Lync&Co	39.75	11	7	0	2.43%	10.13%
Altria Group	31.70	7	2	1	0.20%	22.95%
Peets Coffe&Tea	15.65	5	1	0	1.67%	8.66%
Pfizer Inc	31.36	24	4	0	0.35%	4.24%
Boston Beer Inc	11.31	3	0	0	160.00%	500.00%
USA Interactive	27.69	13	1	0	57.26%	0.01%
Williams-Sonoma	23.05	10	6	0	2.39%	333.33%
Zimmer Holdings	44.70	12	7	0	0.69%	362.47%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

故事的更多分析

当你追随专家进行投资时，可能会出现怎样的差错呢？这其中存在了许多潜在问题，不过在本节里我们只集中分析对于上一节所考查到的那 3 个筛选条件——内部人员交易、预测调整以及分析家们的建议——它们各自可能出现的最为严重的问题。

追随内部人员：时机就是一切

若内部人员交易为投资者提供了关于未来股价动向的事先警告，虽然这种信息具有一定干扰性，然而外部投资者可以利用这个信息作出较好的投资决策吗？要回答这个问题，你首先必须认识到，自从证券交易委员不再要求立即填报内部人员交易的信息，从而投资者发现股票的内部人员交易信息会出现数周或甚至数个月的延迟。事实上，直至最近，投资者想要获得公开填报的内部人员交易的信息仍是比较困难的。而在这几年里，这些填报的信息逐渐被放上互联网，因此这些信息的获得已变得越来越容易了。

一项研究检测了在内部人员向证券交易委员报告之日以及在投资者可以获取到官方公报信息之日的超额回报，其结果显示出一个有趣的对比，如图 13–9 所示。

假设拥有在内部人员向证券交易委员报告之日买进的机会，投资者会获得（大约 1%）的边际超额利润，但是如果投资者被迫要等到官方公布日才能卖出股票，那么之前获得的这些利润会消失并且趋向为零。如果你还需要控制交易费用，那么利用内部人员交易信息将无法获得超额利润。

随着越来越多公司选择网上填报，投资者很可能会更快地找出内部人员的交易。然而，这到底能否转化为较高的利润仍不清楚，因为所有的投资者都会同样获得这些数据。追随内部人员的成功关键是交易的即时性。投资者也许能够找到关于内部人员交易的不成熟指标，例如成交量的跳跃可能比等待证券交易委员公开填报信息更能带来希望。

盈余调整

盈余动量策略的一个局限是它取决于金融市场中以下两者之间的脆弱联系：来自于企业的盈余汇报以及分析家对这些盈余的预测。在最近几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

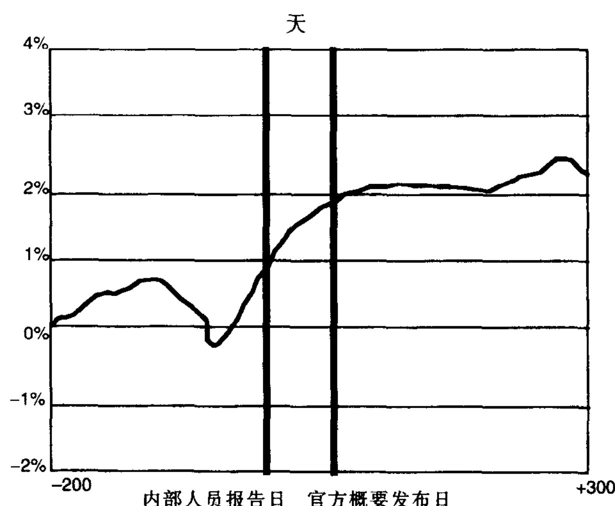


图 13–9 在报告日/官方概要发布日前后的非正常利润

注：内部人员报告日指的是内部人员向 SEC 交表的日子。实际的交易也许在这一日期前数周前提前出现。官方概要发布日指的是内部人员填表向公众公开可得的日子。

年，投资者对于企业管理公司盈余以及利用有问题的会计政策来操纵公司盈余的能力有了更清晰的认识。与此同时，投资者还发现了分析家对预测也许会因他们与所追踪企业以及他们的投资银行之间过于紧密的关系而出现偏差。从分析家对他们客户的交易所具有的影响力来看，当他们对盈余进行调整时可能会影响到股票价格。他们的影响力越大，他们对股价造成的冲击也就越大，然而，问题是这种冲击会否持续下去。若盈余数值是由企业所操纵的，而且分析家的预测也存在了倾向性，那么股价随着盈余预测的调整而出现的改变很可能会是非常短暂的。

根据盈余预测调整进行交易是一个短期的策略，它会在一周至数月的投资时期内产生非常少的超额回报。市场对企业的盈余报告以及对分析家预测的怀疑不断增加，预示着这些策略的不可靠。虽然预测调整以及盈余意外本身是不可能产生获利的投资组合，它们可以为其他较长期的筛选策略作补充。你可以利用这个策略获得较高回报的方法之一是，鉴别出那些独立且有影响力的主要分析家并且根据他们的预测调整建立投资策略，而不是查看所有分析家的预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析家推荐

在网络公司泡沫爆发后，股本研究分析家们所面对的一个关键问题是这些分析家推荐到底是根据对股票所持看法本身而得出的还是由分析家们追随着企业为投资银行业务所作的喝彩而产生的。与之相关的一项检测考查了在首次公开发行之后的建议买进的股票价格表现并且对那些为发行包销商服务的分析家们的建议与其他那些分析家们的建议进行了比较。其结果总结在图 13-10 中。

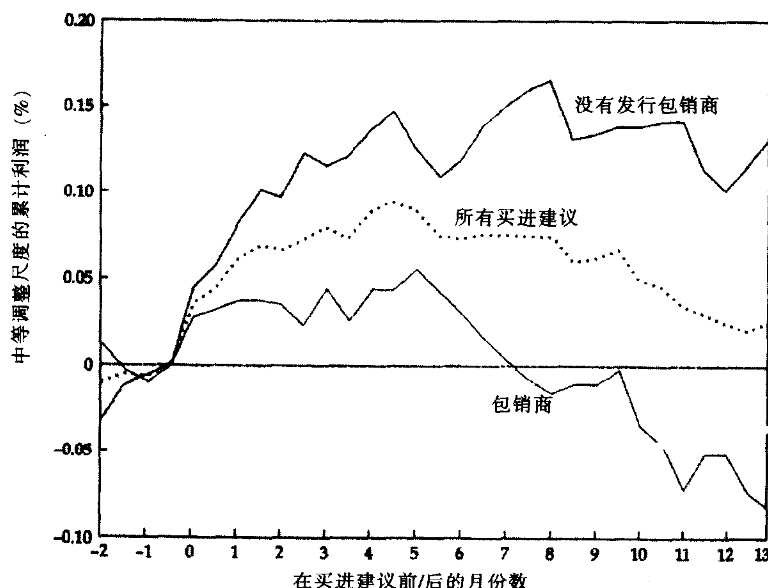


图 13-10 在首次公开发行的 1 年内调整新买进建议的公司的表现比较：1990~1991

注：数据根据是来自于 Michaely and Womack (1999)。

你会发现，那些非发行包销商分析家建议的股票价格明显要好于市场值，而那些发行包销商建议的股票往往表现较差。尽管这个结论看上去是那么明显，然而在 20 世纪 90 年代后期许多投资者却故意忽视分析家与其所分析的企业之间的内在联系，从而为此付出了昂贵的代价。

想要将分析家的建议并入投资策略中，你需要采用一个有细微差别的方法。你应该先辨识出那些不仅最有影响力而且他们的建议里拥有最丰富信息（私人非公开信息）的分析家。此外，你可能要剔除掉那些潜在利益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冲突过大以至于会影响其建议出现偏差的分析家。投资者该如何找出追踪股票的最好的分析家呢？不要轻信广告。那些最爱出风头的分析家通常都不会是最好的，有些分析家还因过分的自我推销而臭名远扬。关于分析家信息的最佳渠道往往是那些不存私心的外部服务机构。例如，《华尔街日报》专门为卖方股本研究分析家开辟了一个特别版，在该版面里对分析家的建议质量进行了评估并以此为他们划分等级。有一些网上服务机构追踪股本研究预测和建议并公布出这些预测值有多接近实际盈余数值。还有一些定型因素需要考虑。有一些分析家通过构思谨慎且清晰的分析来进行预测，这些分析显示出他们对行业经营的深层认识，而这些分析家比起那些根据肤浅分析而给出轰动建议的分析家来说应该得到你更多的关注。最重要的是，优秀的分析家应该敢于与公司的管理层对抗并且否定他们（以及发表卖出建议）。

一旦你识别出这些值得信任的分析家后，你应该根据他们的建议进行投资，最好是在建议推出时就进行操作。假设你信任这些分析家的观点，你还应该留意他们是否改变或是正打算改变自己的看法，并把它当作投资的信号。由于这些信号通常是非常微妙的，所以你很容易会错过它们。

投资者的教训

如果你决定听从专家的建议，那么本章所列举的证据为你如何改进成功的几率提供了一些指示：

- **恰当地选择你的专家**。有些内部人员比其他人更接近公司核心，而且有些分析家也比其他人更值得信赖。基于专家的投资策略的关键是能在冒牌货里区分出真正的专家。而对于内部人员来说，这指的是跟踪较其他人更接近公司核心的那些内部人员。关于分析家作出的调整及建议，你要查看他们以往的历史表现。对于有着正确预测盈余历史的分析家所作出的盈余调整，相比那些声誉不够好的分析家，前者应该比后者获得更多的重视。
- **对偏差的甄别**。分析家们通常有着多个目的，一个分析家作出买进建议有时并不是因为这支股票是否值得购买，而更多的是为了维持其信息渠道及与投资银行的交易。对偏差甄别有两个也许可行的方法。一个是仅考查那些为与其分析的公司无业务关系的实体所服务的分析家。另一个是查看分析家的跟踪记录。有着敢于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对抗公司管理层及发表卖出建议历史的分析家比那些似乎总是为其所分析的公司说好话的分析家更值得信任。

- **为即将发生的事件寻找线索**。对于内部人员交易及分析家建议，很大比例的价格上涨是早于实际信息（证券交易委员的内部人员信息填报或是分析家的建议调整）公布而提前出现。由于不存在傻瓜式的提前警报系统，你可以查看交易量以评估将要公布的信息。交易量通常会因内部人员交易而出现跳涨，尤其是对于交投较少的公司。
- **紧密追踪**。不用说的，你应该尽可能快地获得内部人员交易信息或分析家建议。这也许要求投资者拥有较好的信息系统。例如，有些付费的服务机构会在公司填报后马上对证券交易委员的内部人员填表信息进行查阅及收集并且在数分钟内为其客户提供快速总结信息。
- **快速交易**。一旦你发现内部人员已经买进某支股票或是一位顶级分析家调高了某支股票级别，你就需要马上进行交易操作。如果你想要进行其他的分析——如查看价格倍数或是进行现金流折现评估——你应该在事前就做好这样的分析。例如，如果你想要买进那些以低于20倍盈余的价格交易的股票，你应该先对这些股票进行筛选然后准备好符合这个条件的公司清单。如果有相关的内部人员交易或分析家升级这些股票的信息出现，你就可以立刻把他们加进你的投资组合里。

结　论

比起其他行业，投资行业中也许存在更多的专家，不管是真正的或是自封的。他们在金融媒体上发表专栏，在电视节目里亮相并且还就如何快速致富写书出版。投资者追随着他们的建议，并相信这些专家知道的比别人多而因此更不容易犯错。

专家的地位要么来自于拥有比其他投资者更好的信息渠道，要么是因对于别人也同样拥有的信息具有更好处理能力而获得。公司的内部人员——高级管理者及执行官——应该具有信息优势，而证据也指出他们能够利用它获得好处。具有突出的内部人员买进的股票远比那些有着重大内部人员卖出的股票更可能会出现上涨。内部人员交易实施与公布之间的时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间滞后使得投资者难以重复获得成功。当他们建议该买进或卖出哪支股票以及当他们调整对这些企业在下一季度将会获得多少利润的预测时，分析家会对股票价格造成冲击。在任一种情况下，股价受到冲击的程度会根据不同的建议调整而产生，不过有证据显示在公布后出现了一定的股价飘移。换句话说，股价往往会在买进建议或向上调整盈余的数日或数周之后出现上涨。更多投资者追随的更为可信的分析家，比起那些追随者较少且有着明显利益冲突的投资者，前者对股价的冲击更大。

作为投资者，你应该集中关注那些真正的专家（内部人员及无倾向性的分析家），密切跟踪他们的言论及行为，并且在发现他们的观点后即刻进行交易。若你做到了前面这几点，你就会得到一个短期投资策略，这个策略虽然需要支付高额交易费用，但是你的投资回报将能弥补这些费用并且仍能为你带来利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 14 章
从长远来看：关于市场的神话

若你守候的时间足够长

莎拉是个很有耐性的女人。她相信好事情总会降临到那些长期等待下去的人们头上，因此当打开经纪人给她的公司报表且获悉上一年度其退休基金投资亏损了20%时她并没有感到十分难过。“这只是纸面上的亏损而已，”她对自己说，“长远来看，股价总会反弹回来的。”事实上，她曾在某本书上读到，史上任意10年期里股票的表现从来不曾比债券差，并且股票总会趋向在度过不景气年度之后出现回弹。既然她还有30年才会退休，她觉得不需要对当前的亏损过分担心。

然而，莎拉和她的一位好友川本和美（Kazumi Kawamoto）的一次交谈使得她对长线投资的信念发生了动摇。和美在日本长大，她通过在日本股票市场里进行投资而为她的退休积累本钱。在1989年时，她的投资组合为她积累了一笔可观的财富，因此她打算在10年后提前退休。不幸的是，市场在20世纪90年代出现了急剧下挫而她的投资组合也在接下来的15年里总价值缩水了75%。在这期间她的经纪人不断地对她说股票总会在长线获益，这些话缓和了她的不安，现在她已经接受了钱无法拿回而且提早退休的梦想也不再可能的这些现实。当发现了股票在长线投资时也可能会出现亏损时，莎拉把部分的退休金转移到了债券上。

这则故事的寓意是：长线投资时股票并不一定总能获利。

迄今为止，前面的章节着眼于在市场上挑选合适的股票时不断出现的销售说辞，但是在投资里最有杀伤力的投资神话是关于总体股票市场的投资。在这章里，你将会参考其中一些相关神话从而分析投资者因相信了这些神话而遭受到的损害。最先且是最致命的一个神话就是股票总是会在长期投资中击败债券。顺着这个思路下去，对投资者来说，股票会因长线投资而变得没有风险。第二个神话就是，若考虑股票回报，市场择时的策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会击败选股投资策略。如果接受了这种说法，那么投资者将会花费过多的时间去研究市场的走向从而很少费心思去为其投资组合挑选合适的股票。第三个神话就是，市场择时操作起来并不困难，而且有很多投资者都是成功的市场时机操作者。

故事的核心内容

股票总是在长线投资中占上风

许多投资顾问和专家声称，股票在短线投资中具有风险性，而在长线投资中则相反。他们指出，在长线投资中，股票总是优于风险较低的其他投资替代品。作为证据，他们考查了美国金融市场的历史，并指出，自从1926年起的过去任意20年期间里股票赚得的利润都要高于公司债券或长期国库券。从而他们得出一个结论：如果你的投资时限足够长（保守来说约为20年)，那么投资股票获得的最终投资组合价值将会比投资方案更高。

不单是个人投资者，就连专业的投资者们都接受并推崇这种销售说辞。听从了这些证券推销员的空头承诺，年轻的投资者将他们所有的退休基金存款全部投资到股票上了。毕竟，一个35岁的投资者不会在下一个30年里用到他的退休基金投资，而在这样长的一段时期里进行证券投资应该是无风险的。假定公司的退休金计划将主要地或者完全地投资在股票上，那么基于这个假设，公司会重新调整它们对退休金计划的投入。由于假定股本投资会带来较高的回报，它们可以调低其投入，从而公布较高的盈余。国家及当地政府也使用了同样的假设来实现预算计划。

关于对长线投资如何定义，使得问题变得复杂。保守型的投资顾问会认为长线投资指的是20年期或以上的投资时期，而较大胆的投资者或投资顾问则认为这个数字应该缩短一点，他们指出尽管股票投资并没有在历史上的每一个5年或10年期内都胜过债券投资，但是它们通常都会占优势(同样是以20世纪美国证券市场的数据为分析依据)，因此投资股票是安全的。在牛市时期，投资者都会过于乐意地听从股票推销员的建议而将相当大比重的存款投入到股本投资中去。毫不令人惊讶的是，1999年，大量关于股票投资的书籍和文章的出现，使得股本市场作为一项出色的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类别被推到了整个时期最为看涨的市场之一的巅峰高度。

理论基础：市场择时

后知之明是那些推销市场择时的法宝中最具威力的武器。他们会说，请考虑一下，如果你在 1992 年买入了纳斯达克股票并在 1999 年卖出，你将会赚得多少钱。市场择时的本质就是让你抓住优势风险，避免劣势风险。这一节查看了关于股票市场择时的两个较为普遍的主张。

市场择时胜于股票选择

在 1986 年的一篇文章中，一群研究者提出，专业管理的投资组合的季度表现变动有 93.6%的原因是可以通过资产分配，即股票、债券及现金在组合里的混合比例分配来获得解释。1992 年的另外一项研究调查了如果投资者在市场不景气的月份能够顺利离场会对其年度利润造成怎样的影响。结果它得出以下的结论：一个躲过了 1946 年到 1991 年间 50 个市场最不景气月份的投资者会发现其年度利润几乎翻了一倍，由 11.2%上升到 19%。在一项对 94 家平衡信托基金和 58 家退休基金的资产分配和证券选择的相关重要性的评估中，所有的基金都必须作出财产分配和证券选择的决定，在基金之间的利润差额的 40%是由财产分配导致的，而另外 60%则与证券选择有关。当涉及利润水平时，则几乎所有的利润都可以由资产分配决定来解释。不约而同地，这些研究都认为，资产分配对利润具有重要的意义，而且这个重要性还随着你投资时限的加长而增加。

尽管对于到底有多少投资组合的回报可以确实归因于资产分配，这一问题仍具有一定的争议，然而不可否认的是，市场择时能带来比股票选择更多且更快的回报。于是，那些对自己的股票选择能力感到失望的投资者会转到或者说至少尝试运用市场择时策略，以期望获得这些高额利润，这就可以理解了。就连专业的货币经理也抵挡不了市场择时的诱惑。在共同基金经理相信他们能够做到在股票市场适时进出的情况下，他们会调整所持现金和股票的比例。因此，那些认为股票市场被过高估价且已到了该改正的时候的投资组合经理会在其投资组合中持有较大比例的现金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场择时的操作

人们普遍认为许多指标能够预示市场的未来动向。虽然有些指标还不够成熟，但却具有普遍的吸引力。以美式足球全国超级杯总决赛（Super Bowl）举行期间的每个一月份这个指标为例，如果一支来自美国旧橄榄球协会的球队赢得了超级碗，人们将会告诉你，该年将会是股票市场不景气的一年。其他的指标则比较理智并符合一定的经济逻辑。如果市场受到经济环境及利率的引导，那么按照逻辑，你可以利用利率或者国内生产总值的增长率的级别来预测市场的未来走向。还有其他的指标是建立在对其他个体公司的进一步评估的基础上的。如果以低盈余倍数交易的公司被认为是廉价的，那么以低于其他市场或起历史交易的盈余倍数交易的市场一定也是廉价的。然而，不管是什么指标，其最主旨是利用这些指标来判断投资者该何时入场购入股票且该在何时沽售离场。

与这些指标紧密相关的是假设其他投资者都是成功的市场择时操作者。这可以解释那些投资银行的市场策略分析师们在得出关于合适资产分配比例的周期性分析结果时为何会被它吸引了注意力；市场越是看涨（看跌）的策略，其股本在资产中的分配比重就越大（小）。这同样解释了为什么数十家热衷于市场择时的投资通信会持续高涨。

为何这么多的投资者乐于相信市场择时这一策略是有效的呢？其可能的原因是因为要找出那些被以往的历史数据证实有效的市场择时指标并不困难。如果你拥有大量的股票价格的历史数据和一部功能够强的电脑，你就有可能找到数十个看似有用的指标（从成千上万的数据中提炼出来）。利用同样的方法，大多数的市场择时新闻声称只要遵循它们的建议，就能从假设的投资组合中获得丰厚的利润。这也有可能是因为专业的市场择时操作者都精通于自我推销，他们会在当被证实是正确时向市场里的每个人大肆宣传，而在出错时他们则会淡出市场。

查看证据

要检验市场择时这个神话，你必须考查历史。有组织的股本市场在美国已经存在了超过一个世纪，毫不奇怪地，大部分关于市场择时的分析工作都是以考查其表现的基础上进行的。在本节里，你会查看到股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过去相对于其他选择替代品的长期表现。然后会进一步分析那些旨在市场择时的指标以及那些自称为市场择时操作者的投资者是否都获得了成功。

股票总是在长线投资中占上风吗

考虑一下，每位投资者在进行股票投资时会被告知什么。如果你投资一个较短的时间范围，比如说，一年或者更短，股票将可产生较高的预期利润，但是它们同样也比债券更具风险。这些风险暗示着在这段时期内股票会表现得比债券更差。如果你投资一个较长的时间范围，照推测股票会变得风险较低；你可能会经历股票表现较差的一年，但也会有股票表现较其付出要好的年份。在这些较长的投资时限里，你会被告知股票几乎总是表现得比风险较低的其他投资产品要好。

这个故事明显有直觉上的吸引力，但是它有相应证据支持吗？那些讲述这些故事的人将问题的答案指向在整个 20 世纪美国股本市场的利润。事实上，运用最广泛的美国股本市场的数据是来自芝加哥的一个叫 Ibbotson Associates 的金融数据服务机构，它覆盖了从 1926 年到现今的美国股本市场。Ibbotson 的数据指出，平均来说，在这个时期股票比长期国库券和短期国库券多赚了 6%~7%。

为了进一步更详细的查看股本利润，可以将这段时期扩展到 1871 年并分析至今为止股票利润。图 14–1 显示了整个时期每年的股本利润。

虽然在整个时期内股票投资都是赢家，但也存在有市场萎靡期和负利润的出现——20 世纪 30 年代早期与 70 年代——这些期间里有许多年的股票利润都是负数。事实上，股票市场利润每 4 年中会有 1 年是负数，这比短期国库券利率每 3 年中有 1 年是负数的比率还要低。

股票的支持者会指出，股票在短期内是具有风险的，但在长期中则不然。用 10 年持有期来计算，混合年度利润是以从 1871 年开始的每 10 年计算的。为了使得投资者可以从任一个中间时期开始投资，在此用重叠的 10 年期来分析：1871~1881 年，1872~1882 年，直至 1992~2002 年。表 14–2 显示了每 10 年期的股票和长期国库券投资所赚得的混合年度利润的分布情况。

在这些 10 年期里，股票的风险被消除了。只有从 1871~2002 年的这两个 10 年期内的年度利润是负值。股票和短期国库券之间的风险差异也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

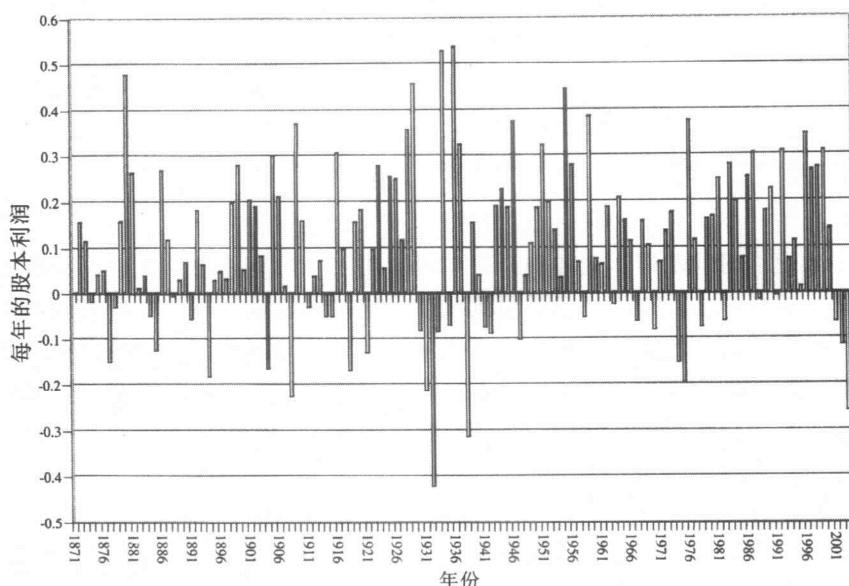


图 14–1 美国市场的股票回报：1871–2002年

注：数据来自于 Professor Shiller 的网站。这些是 1871~2002 年间的股票年度回报。

可以从图 14–2 中看出来。短期国库券的利润集中在 4%~5%之间，最差的 10 年期内获得的年度利润在 0%和 1%之间，最好的 10 年期内获得的年度利润在 10%~11%之间；股票在最好的 10 年期内获得的利润超过 15%。

比较每个 10 年期内股票和短期国库券的利润可以让你判断这两个投资选择。表 14–3 分析了股票和债券在 1871~2002 年的每 10 年期内的混合年度利润的差异从而查看股票比短期国库券获得更高利润的情况的出现频率。

从 1871~2002 年有 95 个 10 年期股票比短期国库券表现的要好，有 26 个 10 年期短期国库券表现的比股票好。这 26 个 10 年期中有 13 个发生在 1871~1926 年间。从 1945 年起，整个 20 世纪 70 年代只有一段时间的股票表现差于国库券。

总而言之，有大量的证据证明，在长期内，美国的股票赚得的利润比长期国库券和短期国库券要多，但这是没有保证的。如果你考虑了股票利润和短期国库券利润的历史，追溯到 1871 年，这些 10 年期中有大概 20%的股票表现比债券差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

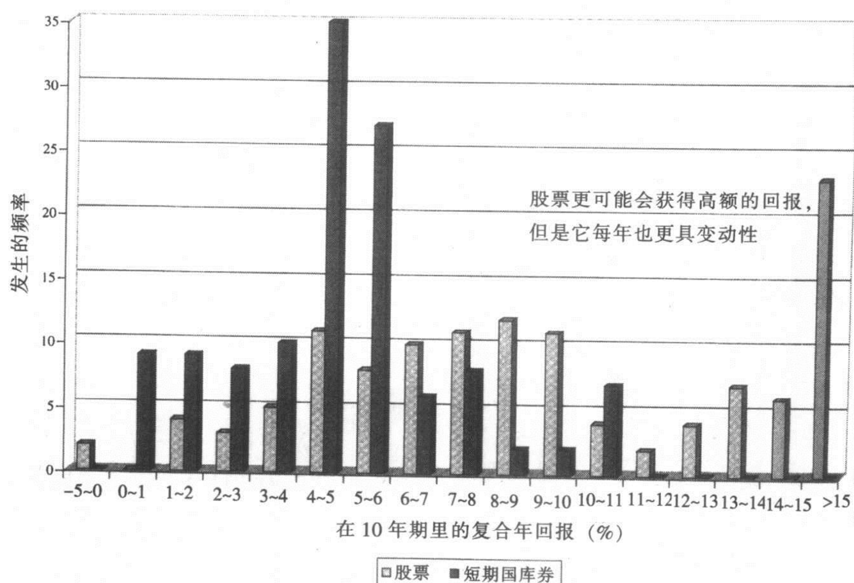


图 14–2 10 年期的年度回报：1871~2002 年

注：数据来自于 Shiller。这里公布了股票和短期国库券在 1871~2002 年间处于不同回报等级的年数。

市场择时指标

大多数股票投资者坚持相信他们能够成功地选择市场投资时机。每天大量的财经报纸都致力于发表市场策略家和专家对股票市场未来走向的观点。此外，投资者还采用大量的市场择时指标，希望能抓住难以捉摸的市场转折点。在这节里，将会分析市场择时指标的证据，判断它们是否有效。

市场择时指标存在于任何范围。其一端是非财经指标，例如用超级杯冠军花落谁家来预期市场的动向。另一端则是应用于整个市场衡量标准的模型，例如用来给个体股票定价的市盈率指数。处于中间的那些指标则是追踪交易量和定价模式的方法——图表分析家的工具——来预测未来市场动向。

非财务性指标。 数十年来，有些投资者声称可以通过查看非财经指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

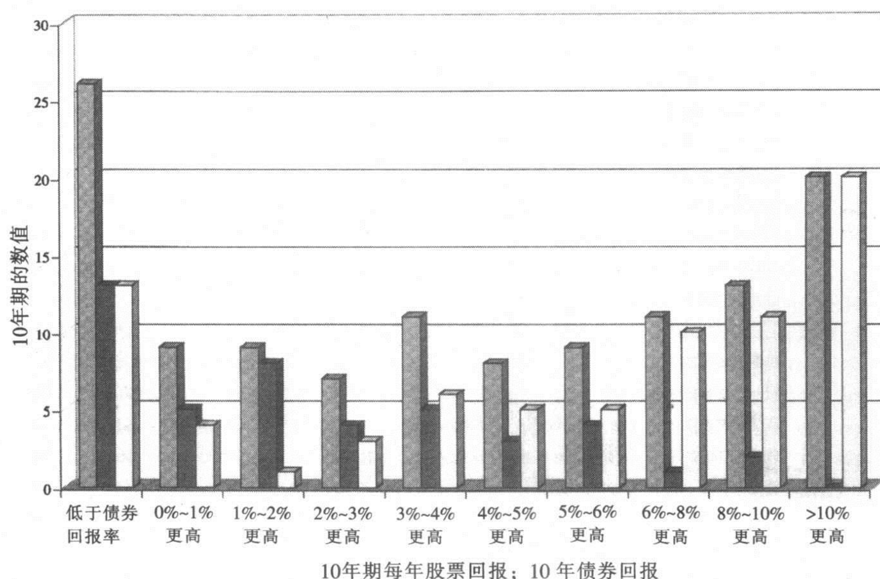


图 14-3 股票回报与短期国库券回报：10 年期的年利润

注：数据来自于 Shiller。这里计算了自 1871~2002 年每年的股票 10 年期的复合回报与短期国库券的投资回报之间的差额。

标来预测市场未来。这些指标中的某一些，例如，NFC（国家足球联盟）的队伍或是 AFC（美国足球联盟）的队伍赢得美式足球超级杯总决赛，这样的指标显然是不可靠的，因此会被归类为假性指标。其他一些指标，例如将股票价格与裙子底边长度联系起来的底边指标，它们被归类为“感觉良好指标（Feel-Good Indicators）”。这类指标评估了经济中人们总体情绪的波动，这些人不仅是推动经济的消费者，而且还是决定市场定价的投资者。最后，还有一类“炒作指标（Hype Indicators）”，它衡量了市场价格是否脱离现实。

假性指标。 数以百万计的投资者每天追踪他们的股票和市场的情况，他们发现了另外有一些情况看起来似乎可以预测市场在下个时期会如何发展。仔细考虑一个被广泛谈及的指标：谁赢得了超级杯赛。自 1966 年到 2001 年，超级杯赛已经举行了 35 年，其中有 25 年的冠军是来自国家足球联盟（NFL）的球队，在这 25 年里，有 22 年市场出现上涨。而在美国足球联盟（AFC）的球队获胜的那 10 年里，有 7 年市场是下跌的。事实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上，有理论研究者声称 83%的获利率（35 年中有 29 年出现市场上涨）实在是太高了，远不像是因概率而产生的结果。

那么为什么不在获悉谁赢得超级杯赛后才入市投资呢？其中存在了一些潜在的问题。首先，概率不能解释这种现象并不正确。当你可运用数百个潜在指标来进行市场择时操作，有一些会显示出纯粹因概率导致的高得不寻常的相关性。其次，市场走向（上涨或者下跌）的预测其实并不够资格作为市场择时的判定，因为市场上涨的程度显然亦会造成一定差别。第三，当发现一个市场择时指标和市场之间没有经济上的联系的时候，你应当一直保持谨慎。想象不到有任何理由可以解释为何超级杯赛的冠军谁属将会影响整个经济表现或是与之相关。这些指标也许可以当作聚会上的娱乐佐料，但如果作为市场择时策略，那么它对你投资组合的影响将是致命的。

感觉良好指标。当人们对未来感到乐观时，不仅仅是股票价格会受到这种乐观情绪的影响。通常，它也会对社会带来影响，社会的时代风格及社交形势会更多地受到投资者及消费者对市场经济感觉良好这一事实所影响。在 20 世纪 20 年代，人们举行宴会而且市场繁荣发展，那是《大亨小传》[⊖] 及 Go-Go 舞的年代。而在 20 世纪 80 年代，在这另一个大为看涨的市场时期里，你会读到像在《骗徒的扑克牌戏》（Liar's Poker）这类书里以及像《华尔街》，这些电影中所描述的那些从华尔街溢出的传奇。因此，人们发现社会指标和华尔街之间存在相互的联系就并不奇怪了。例如，以一个称为底边指数（Hemline Index）的 10 年前的指标来看，该指标找到女士裙子的底边和股票市场之间的相关联系。这个政治上不正确的指标是建立在裙子越短会引起股价的上涨，而裙子越长则预示股票市场下跌的说法上的。假设这个指标确实有效，那么你会指出那就是对同样现象的一种证明。人们变得越乐观，时尚潮流也似乎随之变得更大胆，（随之出现的裙子越来越短）而且市场亦似乎会出现上涨。你无疑也可以构建其他有着类似相关性的指标。例如，你会预期看到人们对纽约市高级餐厅（或是年轻投资银行家与交易商庆祝时会去的任何地方）的需求与股票市场之间有着很高的相关性。

感觉良好指标的问题通常在于他们往往都是同时期的或者它们是延期

⊖ 编辑注：1974 年由劳勃瑞福主演的电影。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的而不是前瞻性的指标。换言之，裙子的长度变长不会在市场下跌前发生，而会与市场同步或是在市场下跌出现之后才发生。这些指标，对于作为投资者的你来说用处不大，因为你的目标是在市场下跌前离场而在市场上涨前入市。

炒作指标。据说著名的股票投机者约瑟夫·肯尼迪（Joseph Kennedy）在听到他的擦鞋男仆谈论股票时他便知道沽货离场的时候到了。如今，有些人相信当财经频道CNBC的收视率超过长篇肥皂剧时，说明市场已达到了顶峰。事实上，最近一个被称为“鸡尾酒舞会闲谈”的指标，它追踪了三项测量标准：聚会时话题转到股票前所花费的时间、谈论股票人群的平均年龄以及闲聊中的狂热程度。依照这个指标，话题转到股票前的时间越少，市场谈论者的平均年龄越低，而且话题越狂热，那么未来股票价格走向往往就越消极。

如果你仔细考虑股票市场泡沫是如何形成的，那么你会发现泡沫越大，其蔓延的程度就越严重。在传媒世界里，这包括了印刷制品、电视广播、互联网以及每日泛滥的会话。因此，在市场活跃的时期，关于某个特殊行业的冷饮水箱的谈论更像是与股票有关而不是与足球或其他这类日常（或更平常的）热门话题有关。

尽管在所有非财务性指标里，炒作指标是最有保证的市场预测指标，他们仍具有一定的局限性。例如，在标准与品味正在改变的时期里，想要对何谓异常进行定义可能是很复杂的。经济频道CNBC的等级过高可以显示市场炒作过度或者这只是折射出观众们发现金融市场不仅比经典的肥皂剧更富有娱乐性及更不可预测这一事实。即使若你认为现今的市场利率高得不正常而且（根据炒作指标）你认为股票是过高估价的，那么，在错误得到修正之前股票不会继续被高估价值，这是无法保证的。换言之，炒作指标也许能告诉你市场是被过高估价了，但是它却无法预知这一错误会在何时得到修正。

技术指标。分析家们利用大量的制图模式和技术指标来区分估价过低和估价过高的股票。分析家们也用这些指标来判定整个市场是否被估价过低或过高，及其被错估的程度。在这节里，你将会分析到这些指标其中的一部分。

过去的价格。在前面的些章节里，你考查了股票价格的长期负相关性的证据——在最近时期涨幅最大的那些股票更有可能会在未来时期出现下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌，这些研究并没有找到类似的证据证明整个市场也存在这种情况。如果市场在最近几年间出现了显著的上涨，那么没有证据显示在未来年度的市场回报会出现负面的表现。若你对 1871~2001 年的 5 年期股票回报进行分析，你会发现在 5 年期回报间存在一个 0.2085 的正相关系数；换言之，过去 5 年的正面回报更有可能会在下个 5 年度里带来正面的回报。表 14-1 公布了在一系列状况下的上涨年度及下跌年度的可能性，它将两个下跌年度及两个上升年度各列一排，而且是以 1871~2001 年间的实际历史估价数据为基础。

表 14-1 市场表现

			在随后 1 年里
前 期	发生次数	股票市场上涨的时间 (%)	股票市场的回报
在两个连续差年后	19	57.90	2.95%
在一个差年后	30	60.00	7.76%
在一个好年后	30	83.33	10.92%
在两个连续好年后	51	50.98	2.79%

相比在其他状况下，市场更可能会在两年的正面表现后出现下跌，这是事实，但是也存在了关于价格动量的证据显示了，若上年度是上涨年度那么本年度是上升年度的几率会加大。这能说明你该在两个上涨年度后出售股票吗？并不是这样的，其理由有两点。第一，上升或下跌年度的可能性确实发生了改变，但要注意的是，即使在两个连续好年之后市场仍有超过 50%的几率会继续出现另一个好年。因此，这个市场择时操作的离场成本是实质性的。第二点，市场被过高估价这一事实并不意味着所有的股票都被过高估价了。作为一个选股者，即使在一个被过高估价的市场里，你也许也能够找出被低估价值的股票。

另一个受到关注的，至少是在每个日历年度初受到媒体所关注的指标为一月指标。这个指标断定 1 月份的表现就代表了一年的表现——若股票在 1 月份上涨，那么市场在这一年里也会上涨，但是一个不好的开端通常会预示了一年的较差表现。根据耶鲁·赫希（Yale Hirsch）每年编辑的股票交易者年鉴 (Stock Trader's Almanac)，该指标在 20 世纪中 88%的时间里都是有效的。要注意的是，若你在年度回报中把 1 月份排除掉而仅计算剩下的那 11 个月的表现，那么这个指标信号会变得更软弱，而若开始的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1月份表现较差，那么该年度的回报有50%的机会会出现负面表现。因此，在1月份的股票下滑后卖出你的股票，这也许并不能保障你不会获得较差的回报。

成交量。有些分析家相信，对比过去价格指标，成交量会是一个更好的未来市场回报指标。成交量指标被广泛用来预测未来市场动向。事实上，缺少大量成交量支持的价格增加，相比那些伴随有巨大成交量的价格增加，人们会认为前者比较不可能会被带至下一交易时期。同时，巨大的成交量还可以标示出市场的转折点。比如，一支伴有巨大成交量的股价下跌，叫做恐慌性抛售（Selling Climax），它会被看作是市场达至谷底的信号。它据说是会清掉大部分看跌的投资者，而对更为乐观的投资者打开了市场上升的大门。另一方面，伴有巨大交易量的股价上涨，会被看作是市场到顶的信号。另一个广泛使用的指标，是认沽期权的成交量与认购期权成交量的比率，这个比率叫做认沽认购期权比率（Put-Call Ratio），它通常被当作逆向指标使用。当指标变得更为看跌时，投资者会沽出更多的认沽期权而这（就像逆向争论那样）是对未来市场的一个良好信号。

技术分析家们还利用了资金流向指标来预测市场动量，这个指标反映的是在股价上涨时的交易量（提价成交量）与股价下跌时的交易量（跌价成交量）之间的差额。资金流向的增加会被看作是未来市场动量的正面信号，而资金流向的下降则被认为是看跌的信号。根据1997年7月至1998年6月间的每日资金流向数据所进行的研究发现股价往往会在资金流向增加的时期上涨，这一结果毫不让人意外。尽管他们发现这对短期投资回报并没有预测效用——5日回报于过去5日的资金流向之间不存在相关性——不过他们确实发现它对长期投资预测是有效果的。例如，对于为期40日的回报与过去40日内的资金流向之间是有相关性的，较高资金流向会预示出正面的股票回报。

若你将这个分析扩展到股本市场，你会发现股本市场显示出了动量趋势；在最近过去时期表现出色的市场更可能会继续有优秀的表现，而那些表现差的市场则仍旧会出现较差的表现。然而，动量效应对于有着较高成交量的股本市场表现更为强烈，而对成交量较小的市场则表现疲软。

波动性。在最近几年间，许多研究指出市场波动性与未来回报之间存在一定的相互联系。一项研究发现，市场波动性的增加导致股价的立即

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下跌，但是股票回报则会在后续期间出现增长。该研究的作者对此进行了总结，他评估了自 1897~1988 年间每日股价的波动性，并查看了相对于前一时期价格波动性出现明显的增加或减少的时期。在波动性改变的时期以及在波动性出现增加或减少之后的数周里的股票回报，总结于图 14–4 里。

要注意的是，波动性的增大导致股价的下跌，不过股价会在随后的 4 周内上涨。随着波动性的减少，股价会在波动性发生改变之时出现上涨，而在其后数周内会以较为缓慢的速度持续上升。

这是否意味着你应该在波动性增加后买入股票呢？并不尽然。在波动性增加后数周里的回报增加也许只是反映了股票较具发现这一事实。然而，若你相信波动性的涌现是暂时性的而股票波动性将会回归正常水平。那么，在股本市场波动性增加后买进股票这一策略可能会带来利润。

其他技术指标。许多的非价格性指标被分析家们用于预测未来市场动向。对于股票特有的指标，动量及逆向分析家们对全市场化指标的运用通

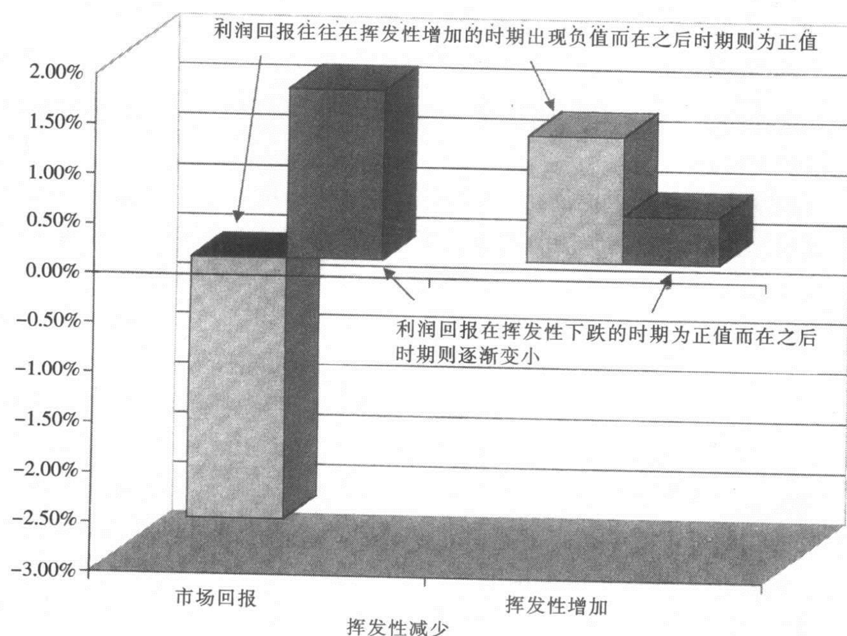


图 14–4　挥发性改变的利润回报

注：数据来自于 Haugen, Talmor & Torous。这里利润回报是根据股票市场挥发性的重大变动出现前后四个月的利润回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常是相反的，有越来越多的被一部分分析家看作是看涨的特殊指标却被另一些分析家们认为是看跌指标。

- 价格指标包含了图标分析家们用于个股分析的许多定价模式。例如，支持线与阻力线以及趋势线，它们都被用于判断何时该买进或该卖出股票，它们还可用来决定何时该进入或退出股票市场。
- 情绪指标尝试评估市场的心情。一个广泛使用的评估指标是信心指数，它被定义为 BBB 等级的债券收益率与 AAA 等级的债券收益率的比率值。若该比率值增加，投资者会变得更不愿意冒风险或是至少会因承担这些风险而要求取得更高的价格，而这对股票会产生负面的影响。另一个股票看涨的指标是内部人员买入股票的总数。当这个评估指标增加时，根据其支持者认为，股票可能会上涨。其他的情绪指标还包括了共同基金现金持有量以及投资顾问与投资通信对市场的看涨程度。这些通常被用作逆向指标；共同基金手上所持现金的增加以及共同基金中认为市场更可能看跌的观点都被看作是股票价格的看涨指标。

虽然这些指标的运用都很普遍，然而他们大部分都是由轶闻而不是经验证据所支持的。

正常范围（回归平均值）。许多投资者相信价格往往会在偏离基准水平的延长时期后回归到所谓的正常范围。对于股本市场来说，其正常范围通常以市盈率的方式表示。若市盈率跌至 12 点以下则买入股票，而在市盈率升到 18 点后卖出。你会看到许多市场择时的投资通信会给出不一样的市盈率建议。关于这个争论的一个较为学术性的版本是由坎贝尔与席勒（Campbell & Shiller）提出的，他们查看了自 1871 年到最近年度的市盈率数据，并总结出股票会回归到市盈率为正常化盈余 16 倍的水平。他们把正常化盈余定义为在过去 10 年的平均盈余。其内在观点是市盈率有一个正常范围，如果市盈率超出了该范围的最高值，那么股票很可能被高估了价值，而若市盈率低于该范围的最低值，那么它们很可能是被低估了价值。这个方法是简单直接的，然而市盈率的正常范围是如何得出的呢？在大部分情况下，它似乎是通过查看历史数据并对最高及最低限值作出主观的判断。

参见图 14-5，它显示了追溯到 1960 年的标准普尔 500 的市盈率数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

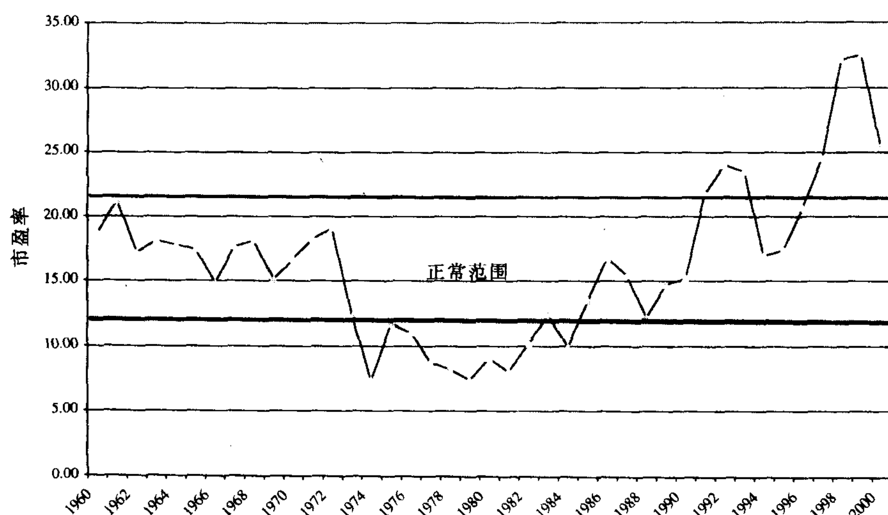


图 14-5 标准普尔 500 的市盈率：1960~2001

注：数据来自于 Value Line。这里的标准普尔 500 的每年市盈率是利用每年年末的指数水平及当年的指数总盈余而计算出来的。

有人曾经企图基于历史数据为美国的利率定出一个正常范围，尽管它标示了你不得不一直作出的主观性判断。根据这个限度范围，若以高于 22 的市盈率交易的股票会被认为是过高的估价，而以低于 12 的市盈率交易的股票则被认为是过低估价的。

这个方法的局限性是很明显的。除了相信历史会不断重演之外，你还要作出以下两点假设。第一个假设为，你可以通过查看历史数据来确定一个正常的交易范围。通过查看图表，你会发现你可能无法得出一个一致的范围；其他查看图表的人则也许会得出完全不同的市盈率范围。第二个假设为，基本因素不曾随着时间出现明显的改变。若现今的利率较历史值低很多，那么你应该预期股票会以比历史值较高的市盈率进行交易。在这样的状况下，进行投资并且以市盈率高于或低于正常范围为前提假设决定市场择时操作，这是非常危险的。

*市场基本因素作为指标。*正如个股的价格一定是他们的现金流、潜在增长以及风险水平等情况的反映，整体市场（股本、债券及实质资产）亦必须反映出这些资产的基本因素。如果事实不是这样，你可以指出他们是被错误估计的。你可以尝试通过以利率级别或经济强度为基础发展简易信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

号来进行市场择时操作。在这一节里，你会考查到那些曾被投资组合经理用作市场择时工具的或旧或新信号。

短期利率。在短期利率（短期国库券）较低时买入股票，而在短期利率高时卖出。对于这样的建议，是否存在一个前提基础呢？回顾历史，没有发现可以证明利率等级具有预测能力的任何证据。股价仅是在短期利率低时更可能会上升，在短期利率高时下跌。然而，有证据指出在短期利率下跌时会比上升时更可能出现股票上涨。例如，在 1928 年到 2001 年间短期国库券利率有 34 年出现下跌，而股票在随后年间获得了约为 12%的平均回报值。在短期国库券利率上升的 39 年里，其随后年度的股票回报平均约为 10.75%。这结果已经过了研究证实。进一步查看这些数据，你会发现关于这个策略有需要警惕的地方。对 1929 年至 2000 年间的子时期进行了关于短期国库券利率与股票市场回报之间的相关性分析，它发现，几乎所有的股票市场回报的可预测性都集中于 1950 年至 1975 年，而自 1975 年后，短期利率几乎不存在任何预测能力。另外，它还总结出对于长期的货物部门以及较小型公司来说，短期利率对于它们的预测能力比对于整个市场的预测能力更强。

长期利率。从直觉来看，长期国库券利率——长期无风险利率——应该会对股价有较强的影响，因为它提供了一个长期股票投资的直接替代品。若你可以在接下来的 30 年里通过投资长期国库券获得 8%的回报率，那么你为何会满足于投资股票所获得的相对较少的回报呢？因此，若长期国库券利率低时，你会预期看到股价上涨而若利率高则股价下跌。图 14-6里显示了对应年初长期国库券利率的每年股票回报图。

这种关系充其量是含混不清的。例如在 1981 年，年初的长期国库券利率为 14%，但是当年的股票表现非常出色，收益回报为 15%。在 1961 年年初长期国库券利率为 2%，而股票在当年下降了 11%，并没有证据显示期初的长期国库券利率与当期的股票回报之间存在相互关系。

若考虑到投资股票可获得的回报量，那么长期国库券与股票回报之间的相互联系也许会变得较为紧密。你可以狭义地将这个回报定义为市场的股息率（股息/现行股价）或是用一个较为广义的衡量标准，例如收益率，它查看了市场的总体盈余占现行指数水平的百分比率。收益率是市盈率的倒数，它通常被市场策略分析师用于评估股票是如何根据其盈余而被定价的。有些市场策略分析师通常会查看收益率与长期国库券利率之间的差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

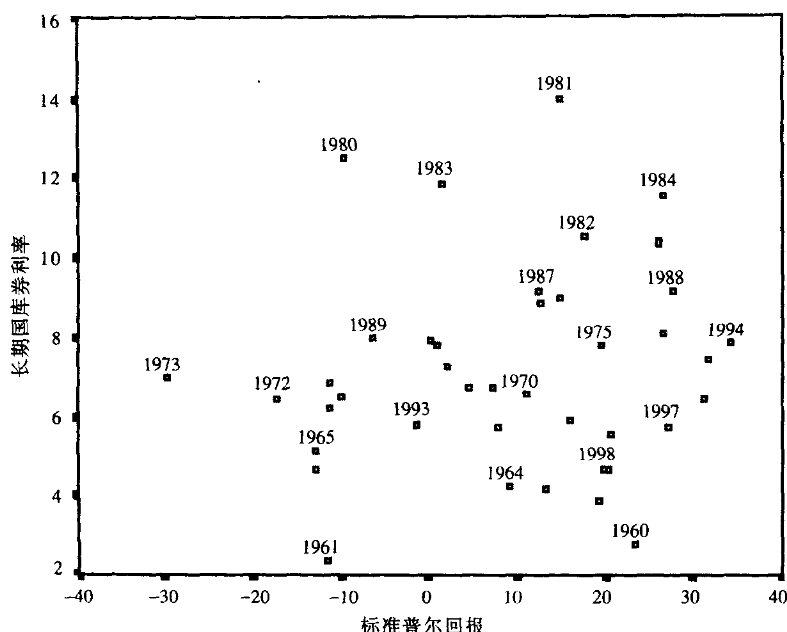


图 14-6 长期国库券和股票回报：1960~2001

注：数据来自于美国联邦储备局（Federal Reserve）。每一点代表着 1 年，而当年的股票回报对应着当年年初的长期国库券利率。

表 14-2 收益率、长期国库券利率及股票回报：1960~2001 年

		股票回报			
收益率–长期国库券利率	**年 数**	**平均值**	**标准方差**	**最大值**	**最小值**
>2%	8	11.33%	16.89%	31.55%	-11.81%
1% ~ 2%	5	-0.38%	20.38%	18.89%	-29.72%
0% ~ 1%	2	19.71%	0.79%	20.26%	19.15%
-1% ~ 0%	6	11.21%	12.93%	27.25%	-11.36%
-2% ~ 1%	15	9.81%	17.33%	34.11%	-17.37%
<-2%	5	3.04%	8.40%	12.40%	-10.14%

额，而不是仅关注于长期国库券利率的级别。

当收益率超过长期国库券利率 2%时，这种情况在 41 年里仅出现了 8 次，而标准普尔 500 的下一年度的投资回报平均为 11.33%。然而，这个回报几乎与收益率和长期国库券利率之间的差距为 0%~1%时的它们的回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报表现几乎同样出色。事实上，当收益率低于长期国库券利率超过2%时，其后续5年期的年回报仅为3.04%，然而，当收益率超过长期国库券利率1%~2%时其后续5年期的年回报表现也是不理想的。因此利用收益率和长期国库券利率去预测股票市场的动向似乎没有什么历史数据可作支持。

经济周期。对于长期国库券，在股价水平与经济增长之间存在一个直观的联系。你会预期股票在经济繁荣时会比经济萧条时表现得更好。然而这种关系之所以微妙是因为市场动向是以投资者对未来经济活动的变化作出的预测而不是对活动级别程度为基础的。换言之，你也许会看到股价在萧条时期里因为投资者预测经济会在下几个月内出现复苏而上涨。对应地，你也会看到，股价会因为增长达不到预期值而在强健的经济增长期内出现下跌。在图14–7里图示了自1960年至今的标准普尔500指数的回报及实际国内生产总值增长。

年内的国内生产总值增长及年内的股票回报之间存在了积极的相互联系，但是在这种联系中也存在了许多的干扰。例如，股票回报最差的一年

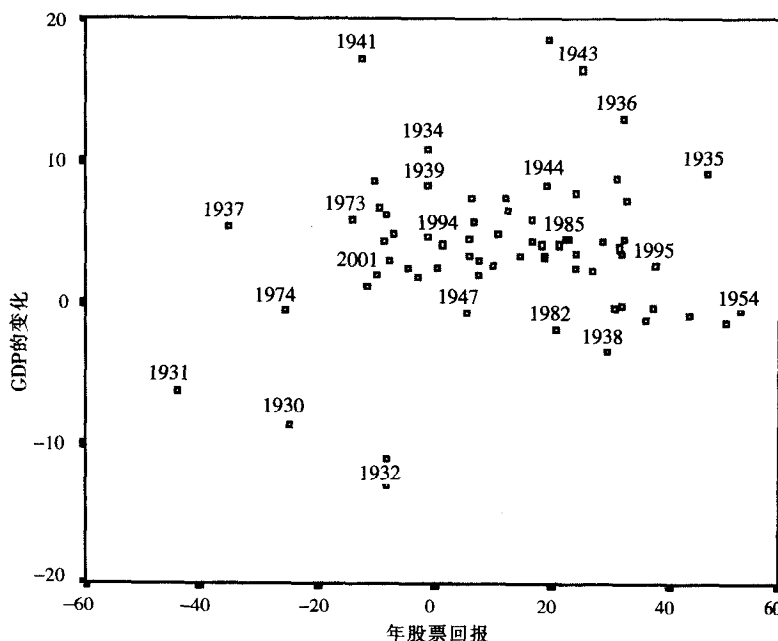


图 14–7 GDP 增长和股票回报

注：数据来自于美国联邦储备局（Federal Reserve）。每一点代表着一年，而当年的股票回报对应着当年的GDP增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为 1931 年，当时的国内生产总值下跌了 7%。股票回报最好的一年是 1954 年，但是当年的国内生产总值则出现了轻微的下降。这样的两极化情况在国内生产总值正面增长的时期也同样会出现；尽管 1941 年的经济增长十分强势，当年的股票回报却出现了下跌。而在国内生产总值增长 4%的 1995 年里股票的回报表现则十分出色。即使它们的这个联系强到可以符合投资策略的要求，你也无法用它来进行市场择时操作，除非你可以预测出实际的经济增长。接下来就会出现一个很实际的问题，那就是，你能否在观察了过去一年的经济增长后就可以对未来股票市场的动向作出预测。为了检测在观察了上年度的经济增长后进行投资是否会带来潜在的回报，我们可以根据 1929 年至 2001 年的数据来考查一下当年的经济增长与下一年度的股票回报之间的相互联系，情况如表 14-3 所示。

表 14-3 实际的经济增长作为股票回报的预兆：1960~2001

		下一年的股票回报			
GDP年增长	年数	平均回报	回报标准方差	最优年度	最差年度
>5%	23	10.84%	21.37%	46.74%	-35.34%
3.5%~5%	22	14.60%	16.63%	52.56%	-11.85%
2%~3.5%	6	12.37%	13.95%	26.64%	-8.81%
0%~2%	5	19.43%	23.29%	43.72%	-10.46%
<0%	16	9.94%	22.68%	49.98%	-43.84%
All years	72	12.42%	19.50%	52.56%	-43.84%

下一年度的回报与本年的国内生产总值增长之间似乎并没有明显可辨的关系。在负国内生产总值增长之后会出现较差的股票回报，尽管这是事实，不过在这种情况下的平均股票回报要稍微高过你在最佳经济增长（增长超过 5%）的年度之后买进股票所可能获得的平均回报。

若你能预测经济的未来增长，则会在两方面有所帮助。其一是总体市场择时操作的方面，根据经济预测，你会在预期经济增长优于预期值时提前投入较多的资金买进股票，而在你预期经济减缓时你会买出股票。如果你相信强健的经济增长马上就要来临时，你还可以利用这个信息去重点投资那些对经济周期性最为敏感的行业板块——如汽车行业或房产行业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场择时操作者

虽然已经查看了许多不同的市场择时的方法，不过还有一个基本的问题还未得到解答，那就是，那些声称能准确地进行市场择时操作的投资者是否确实获得了成功？本节考查了市场择时操作者的表现，这些操作者包括了投资组合经理、投资通信以及市场策略分析师。

共同基金管理者。大部分股本共同基金都不会声称运用了市场择时的策略，但是他们确实以在资产与现金之间进行转换的方式企图进行市场择时的操作。我们先着手考查这些基金管理者平均来说是否获得了成功。一些共同基金声称市场择时是他们的主要投资技能；这些基金被称为战略性资产配置基金，对于这些基金，你会查看它们的追踪记录并判断他们的声明是否属实。

你如何得知共同基金在尝试进行市场择时操作呢？由于所有的股本共同基金都需要持有一定的现金——对国库券及商业票据的投资——以满足偿债需求并进行日常的运作，因此它们全都持有远多于所必需的现金。事实上，对于你在股本共同基金的观察中所发现的现金平衡，其惟一的解释是，共同基金利用这种现金平衡来标示它们对未来市场动向的看法：他们会在看跌市场前景时持有较多的现金，而在看涨时持有较少的现金。在图14-8中，显示了自1980年至2001年间的每年共同基金的平均现金平衡值，以及每年的标准普尔500的投资回报率。

你会发现，现金平衡值会在市场熊年里出现升高而在市场牛年里降低，不过现金的持有程度并没有预测的能力。关于共同基金是否在市场择时上取得了成功，这一问题在过去40年里的许多文献中得到了广泛的检验。

其他一些研究考查了共同基金是否在股本市场暴涨前成功地将其现金转换为较高β系数的股票，而且还考查了在市场表现不错的年度里共同基金是否获得了较高的回报，然而，在这些研究中并没发现有证据能证明共同基金具有出色的市场择时技能。

战略性资产配置基金与其他市场择时基金。在1987年崩盘之后，许多共同基金都跳出来声称他们应可以在崩盘之前就从股本市场上沽货离场从而避开崩盘所带来的亏损。这些基金叫做战略性资产配置基金，它们不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

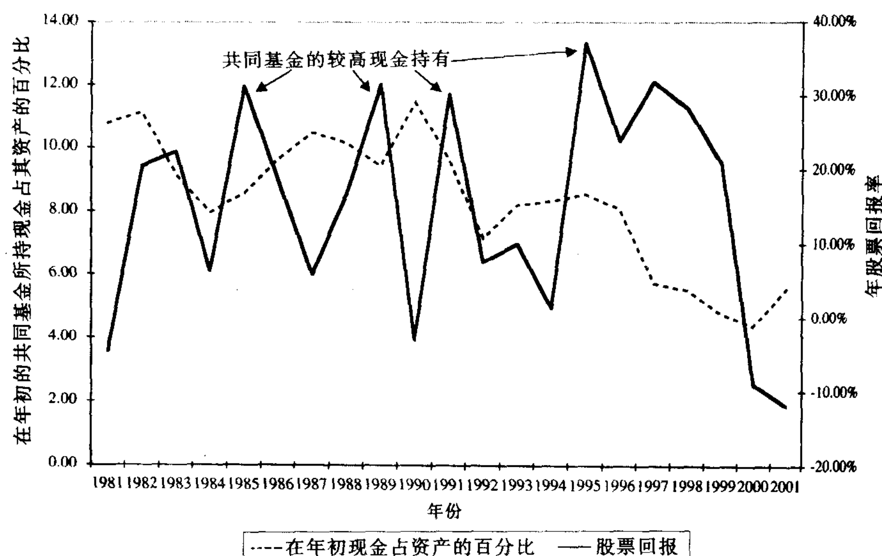


图 14–8 共同基金现金持有和股票回报

注：这显示了每一年的股票回报及共同基金在年底的现金持有。

进行选股操作，相反地它们指出，它们可以在市场出现重大波动之前通过在股票、长期国库券以及短期国库券之间转换资金投入比重，从而为其投资者带来高额回报。然而，自 1987 年以来基金所产生的回报与它们原本所作的承诺差之千里。图 14–9 将数十家大型战略性资产配置基金在 5 年期与 10 年期（1987~1998）所获得的回报与整体市场以及固定混合比重(股票及债券各占 50%，或股票占 75%而债券占 25%）的组合回报进行了比较。最后的两组固定比重组合叫做“沙发土豆组合（Couch Potato Mixes)”，它们反映了那些不打算进行市场择时操作的投资者的投资表现。

关于这个研究的一个争论点可能是认为它不应把焦点集中在一小部分的战略性资产配置基金上。在 1998 年研究者对 1990 年至 1995 年间的基金进行了一项检测，该检测的样本范围较之前的要广泛很多，共包含了超过 100 家资产配置基金，其结果也指出没有证据显示这些基金在市场择时操作上取得了成功。

投资通信。 投资者们订阅了数以百计的投资通信，以获取详尽的投资建议。这些投资通信中，有些是集中向投资者进行个股推荐，而有些则是直接指出投资者入市或离场的合适时机。你会被告知，只要花费数百美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

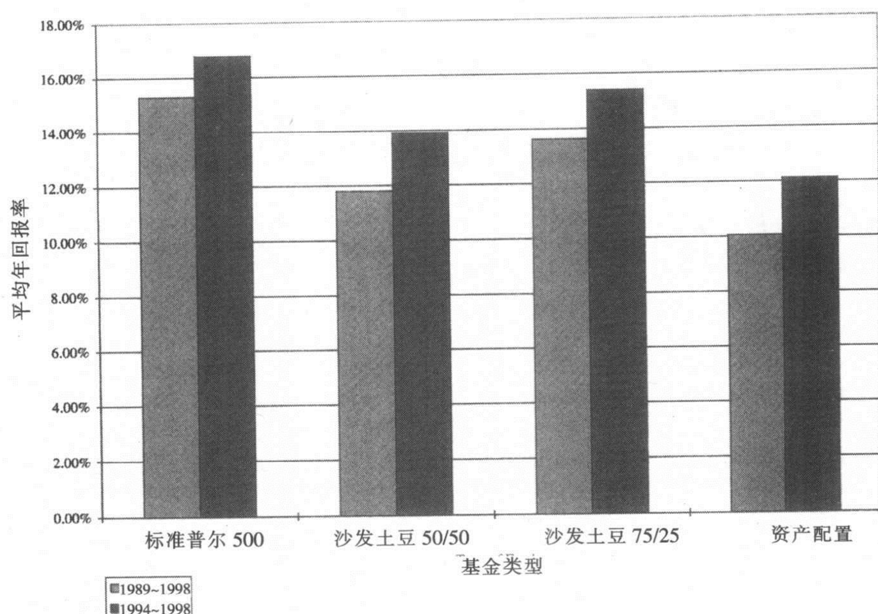


图 14–9　简单策略的表现 vs 资产配置基金

注：沙发土豆策略指的是固定的配置比例（50/50 就一直是 50%的股票和 50%的债券）。这里对比了不同资产配置基金的平均值与沙发土豆策略的表现。

元，你也可以私下获得关于市场动态的秘密信号。

一项关于投资通信的市场择时能力的分析，检测了自 1980 年至 1992 年间 237 家投资通信所推荐的股票 / 现金组合比例。若投资通信是出色的市场择时操作者，你应预期看到在股票市场上涨时你组合里股票所占的比重会增加。当我们将投资通信所推荐的比例组合所产生的回报与买入并长期持有（Buy and Hold）的投资策略进行比较时，会发现，在 237 家投资通信中有 183 家（占 77%）所产生的回报要低于买入并长期持有策略。分析显示了在市场情况好转之前股本比重增加了约 58%，而在市场情况变坏之前股本比重也出现了 53%的增加，通过这一事实可以对这些投资通信推荐的市场择时建议的无效性进行评估。有证据显示，投资通信的推荐表现存在一定的连续性，不过关于其负面表现的证据比正面表现的要有力得多。换言之，对市场择时给出错误建议的投资通信更可能会继续给出较差的建议，而那些给出合适建议的则可能会继续为投资者提供不错的建议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于市场择时的惟一一个正面的证据来自于一项对专业市场择时操作者作为投资顾问的研究。这些择时操作者仅对他们的客户提供明确的择时指示，然后这些客户就会相应地调整他们的投资组合，并且在他们看涨时将资金转换成股票，在看跌时则沽出股票离场。一项关于 30 位受 MoniResearch Corporation（一家监控顾问表现的服务机构）监管的专业市场择时操作者所做出的择时通知的检测发现，有一些证据显示他们具有一定的市场择时能力。然而，要注意的是，这些择时通知都是短期且频繁的。在 1989 年至 1994 年间，一个市场择时操作者总共有 303 个择时信号，而所有的 30 个市场择时者平均每年发出大概 15 个信号。虽然根据这些择时信号操作会产生高额交易费用，不过即使这样，听从这些建议指示仍然会为投资者带来超额回报。

市场策略分析师。主要投资银行的市场策略分析师表示的也许是市场择时的最可见的指示信号。他们对市场的预测不仅通过他们的投资银行而且还通过媒体被广泛地传播。Abby Cohen（Goldman Sachs 高盛）、Doug Cliggott（Morgan Chase 摩根大通）以及 Byron Wien（Morgan Stanley 摩根士丹利）等都是非常出名的市场策略分析师。市场策略分析师对市场的评论大部分不能被简单分类为看涨或看跌——当涉及明确的预测时又修订，市场策略分析师也是很难说得清楚的。此外他们还会在《华尔街日报》上发表他们对优先资产配置组合提供特殊的建议。在表 14-4 里列出了在 2002 年 6 月主要银行所推荐的资产配置比例组合。

这些资产配置组合是如何得出市场预测的呢？一个方法是考查股票配置所占的比重。较为看涨的市场策略分析师会建议将投资组合较大比例地投进股票中，而看跌的市场策略分析师则会建议在投资组合中加大现金和债券的比重。另一个方法是，查看同一个市场策略分析师在不同时期对所建议的组合的配置调整情况：加大股票配置的比重将表示对市场更为看涨。在这两种尺度检测下，市场策略分析师的市场择时能力是值得怀疑的。《华尔街日报》除了公布市场策略分析师的资产配置比例组合，还根据 1 年、5 年及 10 年期的股票投资，比较了听从每家银行的配置建议所可能产生的利润与全部进行股票投资所可能获得的利润。为了反驳关于将 100%股本投资的组合与一个资产配置比例组合进行比较是不公平的这一说法，《华尔街日报》还公布了“机械比例组合（robot mix)”——股票、长期国库券及短期国库券三者之间有着固定比例的组合——的投资回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 14–4 资产配置混合比例：投资银行策略分析师

企业名称	策略分析师	股 票	债 券	现 金
A.G.Edwards	Mark Keller	65%	20%	15%
Banc of America	Tom McManus	55%	40%	5%
Bear Stearns & Co	Liz MacKay	65%	30%	5%
CIBC World Markets	Subodh Kumar	75%	20%	2%
Crédit Suisse	Tom Galvin	70%	20%	10%
Goldman Sachs & Co	Abby Joseph Cohen	75%	22%	0%
J.P.Morgan	Douglas Cliggott	50%	25%	25%
Legg Mason	Richard Cripps	60%	40%	0%
Lehman Brothers	Jeffrey Applegate	80%	10%	10%
Merrill Lynch & Co	Richard Bernstein	50%	30%	20%
Morgan Stanley	Steve Galbraith	70%	25%	5%
Prudential	Edward Yardeni	70%	30%	0%
Raymond James	Jeffrey Saut	65%	15%	10%
Salomon Smith	John Manley	75%	20%	5%
UBS Warburg	Edward Kerschner	80%	20%	0%
Wachovia	Rod Smyth	75%	15%	0%

图 14–10 归纳了所有这三种组合的回报情况，并且还列出了若听从那些拥有最佳（或最糟）的比例组合的市场策略分析师所可能获得的回报。

你会看到，机械比例组合的投资回报要高于听从平均市场值。在《华尔街日报》追踪的那 16 家银行中，只有 5 家银行在该时期获得了高于机械组合的投资回报。最后，即使是最佳的市场策略分析师的资产配置比例的组合，其回报会低于进行全额股票投资的回报。总的来说，有证据显示一个领先市场的市场择时技能是被严重夸大了。

故事的更多分析

关于市场择时的证明是明确但又混杂的，有些择时指标似乎有望能预测市场走向，然而那些利用这些指标的投资者都没能赚得超额回报。对于这样的矛盾，你该如何解释呢？在本节里，你会考查两个问题：对长期的股本市场抱有坚决的信念为何会是危险的，以及为何市场择时指标不能为大部分投资者带来回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

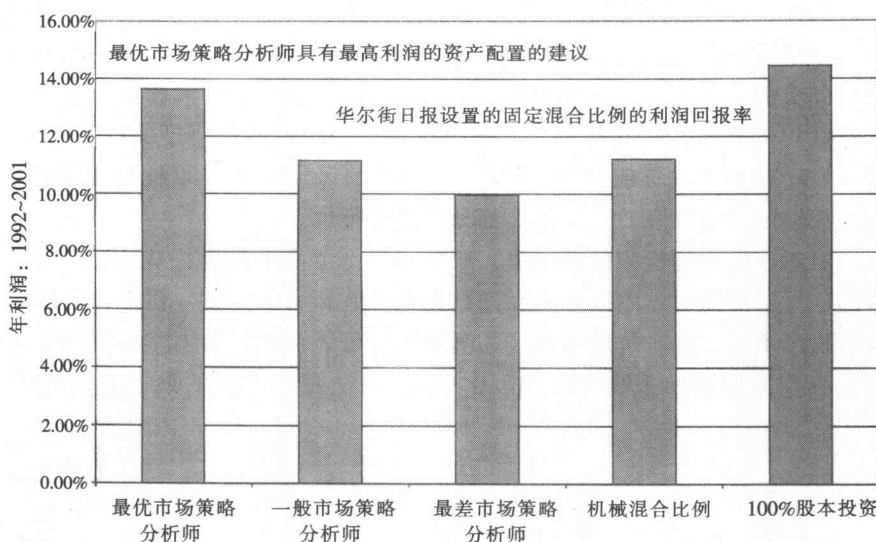


图 14-10 市场策略分析师配置比例组合的年利润：1992~2001

注：数据来自于《华尔街日报》(Wall Street Journal)。这些年利润是你在 1992~2001 年间若听从主要投资银行的市场策略分析师的资产配置建议所可能获得的利润回报。

长期来看股票是无风险的

在熊市里，你无须费时去说服投资者去相信股票投资是具风险性的，然而在一个时期较长且看涨势头强劲的市场时，这些投资者往往会得出结论认为股本投资至少在长期来看是没有风险的。在本章前面的部分，你考查到一些自 1926 年起的美国市场的相关证据，它们可以用来支持前面的看法。然而在本节里，你会对其他地方的股本市场证据进行评估，以查看它们是否也支持美国市场的那些证据。

幸存市场偏差。 将 20 世纪在美国股本市场上所发现的观点向其他市场对外推展时会遇到一个问题，那就是美国也许是本世纪全球所有经济与市场中最为成功的一个国家。换言之，你对美国市场的选择犯下了一个选样偏差的错误。这对于个股来说，相当于选择美国市场里市价总值最高的 10 支股票然后检验投资这些公司是否具有获利性。其答案，毫无疑问的必然是肯定的，因为这些公司通过长期的成功经营才获得了它们高额的市价总值的地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，为了取得对比的平衡，你必须考查在其他（较不成功的）股本市场中进行股本投资的投资者所可能获得的回报。对这些回报的一项最为详细的分析，估测了在1900年至2001年间对14个股本市场进行投资所可能获得的回报，并且将这些回报于投资长期国库券的回报进行了比较。图14-11反映了在该时期14个股本市场里的风险溢酬，即股本投资回报超过短期及长期国库券回报的那部分额外回报值。

虽然在每个经检测的国家里，股本回报都要高于投资长期或短期国库券的回报，然而对于不同国家间期结果也存在很大的区别。例如，若你投资西班牙市场，你投资股本市场的利润回报可能会比短期国库券高出3%，而比长期国库券回报高2%。相比之下，在法国，对应的数据为7.1%和

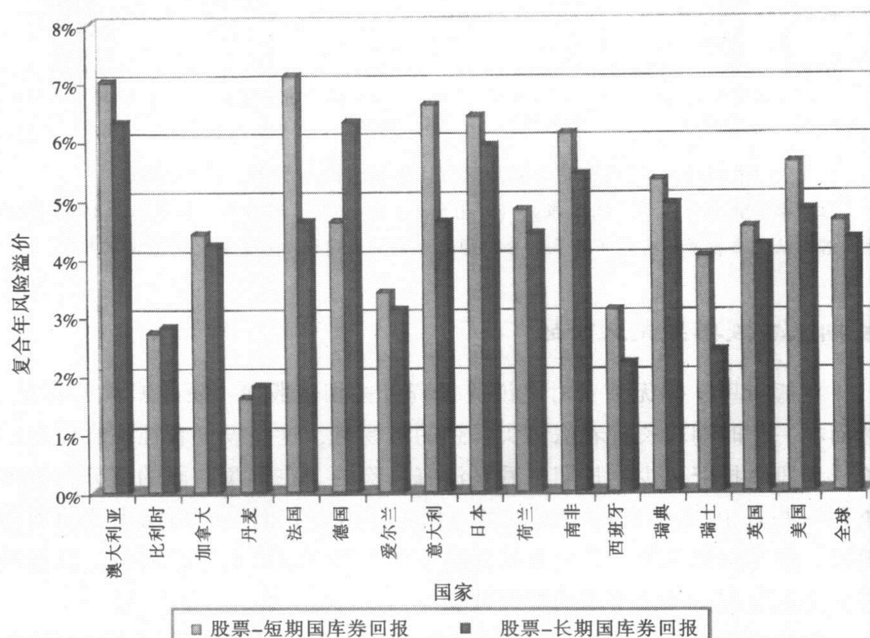


图14-11 股本风险溢价：不同国家之间

注：数据来自于Dimson et al。这里显示了每个国家的股票和短期国债/长期国债之间的复合年利润。

4.6%。因此若查看40年期或50年期的投资操作，股本回报完全有可能会落后于长期或短期国库券回报，至少在某些股本市场里是这样。

股本投资因而不得不怀疑他们现在投资的市场是一个赢家市场（就像

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20世纪的美国市场）或是滞后市场（就像自 1989 年起的日本市场）。由于每个市场（包括今日的美国股本市场）都有可能会在接下来的几十年里成为滞后市场，你应该小心避免对任一特别市场进行过多的股本投资。通过投资一个全球化的股本基金，你也许能够提高获利机率，但是即使这样，你也会在较长时期里面临一定的风险。

多长的时间才算是长期？金融专家及顾问们认为股票长期投资能获利这一说法会因他们对长期的定义不一致而变得不明确。投资者通常对长期有着不同的观点——对于缺乏耐性的投资者来说一年也许就算是长期，而对于较有耐性的投资者来说 20 年期的投资才是长期投资。

一年期的股本投资显然不是无风险的，那么假若进行 20 年的股本投资就会是接近于无风险的投资吗？这也并不是一定的，其理由有以下几点：

- 即使是长期的投资时限也可能会因无法预测的事件而被缩短。比如，以一个 35 岁投资者得到的关于她的退休基金的投资建议为例。由于还有 30 年才正式退休，她似乎是个合适的长线投资者。然而这仅是以人们预计她能够保持身体健康并会持续工作至正常退休的假设为前提的。假如她因健康问题或是因失去工作而必须提前退休，那么她很可能需要提前领取她的退休金。
- 投资者会一直存钱并会在上涨市场里及在其后期年度里存得更多。假设你现在 35 岁而且会在 30 年后退休，那么你会随着时间一直为拟定退休存钱，而你的退休金供款往往随着你年纪越大而金额越高，这就会缩短你的投资的实际有效时限。而且，你会趋向于存更多的钱，并且会在活跃市场里进行更多的股票投资或在萧条市场里投资较少。根据市场的历史来看，这意味着你会在股票被过高估价时过分投资，而在股票被过低估价时却投资太少。
- 即使是对股票回报的历史数据最为乐观的评估也可能会导致这样一个结论：尽管比起风险较少的投资替代品，股票很可能会在长期投资中获得较高的投资回报，不过这并不是必然的。事实上，对于美国或其他地方的股票市场历史的较为实在的评估认为，长期投资的股本表现差于长期国库券的可能性太大以至于会被投资者所忽略。假设长期的股票投资表现不如国库券的可能性为 5%，即使是这样一个数值，它也可能足以使得较多反对风险的投资者转向投资更多的债券而减少对股票的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当你查看过去15年的日本股本市场时，你会从中了解到即使是进行长期的股本投资也是存在一定危险的。假如投资者在1989年将财产投资于日经指数（Nikkei），当时该指数达到了接近4万点的最高峰，那么在2003年的时候，他会亏损掉其投资总额的80%，而这个亏损似乎在他有生之年都将无法得到弥补。

市场择时取得成功并不多见

如果有这么多的市场择时指标能获利（至少是账面上获利），那么为何市场择时操作要取得成功是这么罕见呢？在本节里，你会分析到在尝试市场择时操作或是听从市场大师建议的时候所可能遇到的危险。

事后聪明式偏差（Hindsight Bias）。当你回顾历史时，你总会觉得市场择时看起来似乎很简单。因为，在事后你总会找到市场逆转——从牛市转为熊市或反之——的明显信号。所以，在2001年时，有些投资者在回顾1999年的市场情况时会因自己在当年年底市场达到顶峰时错过了沽货离场的时机而感到十分遗憾。不过，在当时看来，市场逆转的信号并不明显。虽然有一些分析家指出了当时市场已被过高估价了并且也提出了相关指标支持这一看法，然而当时也有同样多（或是更多）的分析家认为市场会持续上升，同样地他们也有相应的模型支持他们的观点。

在实践中，对于市场是否跌到谷底或是升至顶峰，投资者几乎永远无法得出一致的看法。有趣的是，事实上当市场攀顶时投资者对市场未来的看法往往最为乐观，而在市场快要出现谷底反弹前人们对市场的情绪都是最为悲观的。要想在市场择时上取得成功，你就不能等到市场已确认见底（或封顶）后才买入（或卖出）股票。否则你会错过了大部分的后续利润。

信息择时。若你正考虑利用宏观经济变量（如通货膨胀或经济增长等）进行市场择时操作，那么你还应该考虑到你获取这类信息的时间滞后性。例如，先来分析一项研究，该研究显示了股价往往会在高国内生产总值增长的季度之后出现上涨。其显然的一个策略是，在一个高国内生产总值增长的季度出现后买进股票，而在较低或负国内生产总值增长的季度后卖出股票。这个策略存在一个问题，即你通常要等到下一季度中期才能够获得相关国内生产总值增长的信息。

若你利用市场变量（如利率等级）进行市场预测，你会得到较好的结果。因为你可以获得与股票市场同步的相关信息。在构建这些模型时，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应该小心地确保你并不是在构建一个需要估测利率水平以得出股票市场预测的投资模型。为了检测利率级别与股票市场动向之间的联系，你应该要查看每年年初的利率与当年的股票回报。由于在做出投资决定前你就能够观察得到当年年初的利率级别，因此，如果你找出了两者之间的内在联系，那么你就已经得到了一个基本可行的投资策略。如果你测试的是每年年末的利率水平与当年股票回报之间的关系，那么即使你真的找出它们的相关性并得出一个投资策略，那也会是个不确定的策略，因为在运用该策略前你还必须要先对利率水平进行正确的预测。

预测中出现的干扰。正如在上一节所列出的证据应该能很清楚地指出，完美或近似于完美的市场择时指标是不存在的。事实上，最出色的市场择时操作者的正确率可能为 60%~65%，而且这些正确的预测都只不过是对市场的走向而不是对其程度所进行的预测。换言之，一个特定的指标，例如一月份利润或是利率水平，也许能透露一些信号以帮助你推测市场在本年度的余下月份里是更可能上涨还是下跌，但是它却无法预测上涨或下跌的程度。

市场择时指标的两个特点——预测市场走向时出现错误的比率过大以及无法成功预测市场变动程度——限制了你对市场择时投资策略的选用。证券衍生物，如股票指数的期货或期权，往往可能产生非常高的利润，不过投资者却应该避开对它们的选择，因为对于这些衍生物，其出错的风险实在是太高了。

缺乏连贯性。市场择时操作者有如投资宇宙中的流星。虽然在它们闪光的时候能吸引众多的注意力，但是它们却是瞬间即逝的。看看各个时期的那些高姿态的市场择时操作者（市场大师们），从 20 世纪早期的杰西·利文摩尔（Jesse Livermore，1900 年初期最伟大股票和期货投机客）到 20 世纪 90 年代的，拉尔夫·阿坎波拉 (Ralph Acampora，培基首席技术分析师)，你会发现这组大师级人物是风格各异的。他们有些是图表分析师，有些是运用基本因素进行分析，有些则对他们的分析方法保密，不过他们似乎也能找出三个共同特点：

- 具有看清黑白两面的能力：市场大师们并不含糊。相反，他们对 6 个月或一年后的市场情况所作出的大胆预测，在当时看来似乎是非常不合理。例如，拉尔夫·阿坎波拉 (Ralph Acampora) 在道琼斯工业指数（Dow）为 3 500 点时作出指数会成功冲击 7 000 点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的预测，这一预测让他享誉盛名。

- 在市场出现重大变动时作出正确的预测：所有的市场择时操作者都凭借至少一次正确预测出重大市场动向而赢得名声。杰西·利文摩尔（Jesse Livermore）的出名作是预测出 1929 年的市场崩盘，而拉尔夫·阿坎波拉（Ralph Acampora）则是对 20 世纪 90 年代的多头市场的预测。
- 外在人格：市场大师们天生就是明星，他们利用当时的媒体作传声筒不仅向公众发布他们的市场预测而且还宣扬他们成功的事迹。事实上，他们之所以能成功，有一部分原始是因为他们能够煽动其他投资者根据他们预测进行投资，从而使得他们的预测，至少在近期能得到实现。

那么为何伟大的市场大师也会出错呢？正是那些为他们带来成功的要素同时也为他们的失败埋下了伏笔。他们对自己的市场择时能力的绝对信心以及他们操作所获得的成功似乎导致他们作出更为偏激的预测，从而最终损害了他们自己的名声。以乔·格兰威尔（Joe Granville）为例，他是 20 世纪 70 年代后期的市场大师之一，他在 20 世纪 80 年代不断地建议人们卖出股票并买进黄金而且他的投资通信根据其表现在该 10 年里获得了最差的评级。

交易成本、机会成本及税费。假如市场择时是无须成本的，你会认为人人都该尝试市场择时，因为若成功将可能获得巨额的回报。然而，在尝试市场择时时会产生重大的成本（而且择时操作还可能会失败）：

- 在对股票与现金之间进行来回转换的操作中，你可能会错过了市场的最佳年度。一篇题为“股票市场择时的闹剧（The Folly of Stock Market Timing）”的文章检测了自 1926 年到 1982 年间每年对股票与现金间的来回转换所带来的影响，并且总结出潜在的下跌趋势广泛地超过潜在的上涨趋势。对市场择时的一项研究中，Bill Sharpe 指出除非你在 10 次中有 7 次能准确地区分差年与好年，否则你不应尝试市场择时。Monte Carlo 在加拿大市场所进行的模拟操作也证实了这个结论，该模拟操作显示你的正确率必须达到 70%~80%才能从市场择时中不亏不盈。
- 该研究并没有考虑到市场择时策略中产生的无可避免的额外交易费用，因为你将会交易得远比以前广阔。在其最极端的版本里，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个股票全现金转换策略将意味着，如果你决定转成现金并从下一次想买进股票时开始重新投入，你将必须清算掉你所有的股本组合。

- 一个市场择时决策还将增加你组合的应纳税款。为了明白其缘由，可以假设你的投资决策是在市场出现连续两个好年后卖出股票，这个策略是以坏年更可能会持续出现的经验结论为基础。因此，在卖出股票时你将必须支付资本利得税，而且随着你的长期投资者身份，你这辈子要支付的税金将会增加很多。

投资者的教训

尝试市场择时是个相比选择股票更为让人胆怯的操作。所有投资者都企图预测市场时机，但似乎没几个能一直获得成功。不考虑它失败的历史，如果你决定进行市场择时操作，那么你应该要试着做到以下几点：

1. 评估你的时间范围。有一些市场择时指标（如那些基于图表模式及成交量的指标）企图预测短期内的市场动态，而其他一些方法（如利用标准化市盈率来预测股价）则属于长期策略。在选择市场择时策略前，你需要对你的投资时限保持清醒的认识。在作这个判断时，你将不仅需要考虑你是否愿意等待回报，而且还要考虑为了达到日常生活所需你对你的投资组合的现金流的依赖程度如何；如果你的工作无保障而且你的收入是不稳定的，那么你的投资时限将要缩短。

2. 检测证据。每个市场择时策略的支持者都会声称其策略有效可行并且会向你展示经验证据以说明该策略可能会为你带来的不可思议的回报。在你查看这些证据的时候，你应该考虑上一节提到的所有的告诫，包括以下这些：

- 这个策略与其原本的数据相符吗？你应该对那些似乎没有经济相关基础或原理为依据的错综复杂的交易策略持怀疑态度：例如，在每周 4 下午 3 点买进具有价格动量趋势的小盘股并在第二天下午一点卖出。在一个巨大的数据库里有数以千计的策略经受检测，最终却很可能会浮现出这么一个策略。一个好的测试应该考查到在不同时间长度里（称作持有时期）的投资回报。
- 这个策略符合实际吗？有些策略在构建时看起来异常出色，然而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于它们所需要的基础数据可能无法在进行交易前就能获取得到，从而这样的策略也许将无法实施。例如，你可能会发现当投资者投入共同基金的金额比他们取出来的要多，那么只要你在每月末买进股票你就会获利。然而，问题是你将无法及时获得这个相关信息，你可能等到下一个月才能获取这些信息，而到了那时一切都已变得太迟了。

- 执行费用及问题是否已经考虑到了？许多短期市场择时策略要求持续的交易。因这样的交易而产生的交易费用和应纳税款将是一笔不小的数目，而在这些费用调整之前的收益利润必须要远高于买入并长期持有策略以使得这个策略更具有意义。

3. 将市场择时与择股策略整合起来。虽然许多投资者认为市场择时和挑选股票是互不相容的，但他们实际上并不是这样。你可以而且也应该把它们整合进你总体的投资策略中。例如，你可以运用一个量性指标去决定何时且是否该投入股本，然后选择低市盈率股票进行投资，因为你相信这些股票更可能会被过低估价。

结　论

如果你可以预测市场时机，你就可以获得极大的利润，而且就是这种可能的回报使得所有投资者变成了市场择时操作者。有些投资者明确地利用技术性及基本因素类指标去尝试预测市场时机，而其他投资者则把他们对市场的观点结合进它们的资产配置决定中，选择在市场看涨时把更多的现金转换为股票。然而在查看其证据时，并没有任何一个市场择时指标可以产生持续且实质的回报。事实上，没有证据可以证明市场择时专家——例如市场策略分析师、共同基金以及投资通信——的努力获得了成功。

不考虑这些令人沮丧的证据，投资者仍然会继续进行市场择时操作。如果你也选择这样做，那么你应该选择一个市场择时策略，它应该符合你的投资底线，而你应该仔细评估它取得成功的证据，并且尝试将它与一个有效的择股策略结合起来得出你的总体投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第15章 投资十诫

在本书里，我们检测了许多投资故事，它们所反映的投资理念各不相同，并且都是为大范围的投资者们所设计的，尽管如此，投资者们在查看这些不同的故事时应该可以从中吸取教训并获得启示。在这一章里，你将会看到大量以这些不同投资策略为原理的投资建议，希望这些广泛的投资建议可以在你面对一个过分热切地怂恿你进行下一个重大投资决定的投资推销员时能对你有所帮助。

第一诫：变化越多，保持的就越多

这本书里列出的每一个投资策略都在金融市场上存在了很长的一段时间。尽管事实如此，投资顾问们还是会在一定的时间间隔里定期地重新发现这些故事并把它们当作自己的故事进行推广。而为了增加新鲜感，他们赋予这些故事一些新奇的名字（他们尤其偏爱希腊名字）。例如，将购买低市盈股票的策略称为欧米茄策略或阿尔法策略，似乎确实对投资者产生了一定的吸引力。此外，随着投资者能够获得的可用数据信息变得越来越多，有些投资者利用这些数据来进行股票挑选的方法也变得越来越有创造性。事实上，他们可以轻松利用多重限制条件来进行股票筛选——低市盈率、高增长以及动量趋势——从而使得一些投资者可以自行构建独树一帜的复合型的甄别标准。

建议一：警惕那些名字复杂且古怪的并且自称新颖独特的投资策略。

第二诫：如果你想要获利担保，那就不要投资股票

无论一项投资策略的推荐人如何向你游说，请切记，没有任何的股票策略能够担保一定获得成功。股票投资受到数百个不同变量的驱动及影响，在这些变动影响里，有的是与总体经济环境有关，有的则是由公司相关信息公布所导致的。即使是最精心策划的想从股票中赚钱的投资策略也会因为不可预测的事件而脱离轨道。

建议二：股票惟一可以预知的事情就是它们具有不可预知性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三诫：没有付出就没有回报

这可能是投资里最老套的教训了。它指出，既想获得高额回报却又不愿承担任何风险是不可能的事情。虽然这一说法已经是老生常谈了，但它却又经常会被投资者所忽略。每个投资策略都会给你带来风险，而一个高利润的策略不可能是低风险的。如果你是一个不习惯面对较大风险的投资者，那么你应当回避任何高风险策略，不管它看上去是多么有前景。为什么有些投资者乐于自欺欺人地认为可以不用经历过多风险就能得到高额的利润呢？其中一个原因可能是因为某些策略的风险总是隐藏很深，而且只会偶尔零星地表现出来。这些策略在大部分时间里是成功的，并可以产生丰厚的利润，可是它们一旦失败，则会造成巨大的损失。

建议三：如果你看不到一个高利润策略里存在的风险，那是因为你看得不够仔细。

第四诫：谨记基本面

一个公司的价值的作用通常是看它的资产产生现金流的能力和随着时间其现金流的增长能力以及这些现金流所带来的不确定因素。在每个牛市里，投资者们都忘记了决定公司价值的那些基本因素——现金流、预期增长及风险水平，而一味地寻找能解释股票为何如此定价的新鲜范例。20世纪90年代末期的科技股的腾飞就是其中的一个例子。面对着那些不能以传统方法去解释的新型经济公司的过高的价格，投资者们求助于一些不可靠的模型来进行分析，在这些模型里，它们往往以收入增长来代替盈余，并且现金流量也没有获得应有的重视。而在每个牛市过去之后，投资者发现了基本因素的重要性以及公司必须能赚钱来增加这些利润使其具有价值这一事实。

建议四：若忽视基本面，则请后果自负。

第五诫：大部分看似便宜的股票都有其便宜的原因

在这本书里的每一个投资故事中，有一些公司被认为是廉价的。例如，在这本书的前面部分提到的，有些公司因以较低盈余倍数或低于账面价值的价格进行交易而被归类为廉价的股票。对此，我们应当注意到大多数这些公司只是看起来便宜而已。一般来说，至少有个很好的理由，或在很多事例中不止一个理由，可以用来解释为什么这些股票以低价交易。例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如，你看到许多低于账面价值交易的股票之所以会这样，是由于它们较差的获利能力及较高的风险所导致的。而以低市盈率交易的股票出现这样的情况则是由于发展前景缺乏活力。

建议五：便宜的公司并非总是质优价廉的。

第六诫：每件东西都有一个价格

投资者坚持不懈地寻找令他们投资的公司显得与众不同的特性，对此他们能想到的不外乎是出色的企业管理、商标品牌、高利润增长以及优质的商品。毋庸置疑，这些都是公司所能拥有的优秀特质，然而你仍必须意识到，市场通常已为公司的这些优势定了个好价钱。拥有著名商标品牌的公司与拥有高预期值的公司一样都是以较高的盈余倍数进行交易。因此，作为一个投资者，你不得不回答的问题并不是“著名的商标品牌是否会使得这些公司具有更高的价值?”而是“市场赋予这些商标品牌的价格是否定价太高或者太低?”

建议六：好的公司未必是好的投资对象。

第七诫：数字是具有欺骗性的

对于那些已经对传奇性的投资故事感到厌倦的投资者来说，确切的数据更能让他们觉得安心，因为它们满足了投资者对投资客观性的幻想。一项研究显示，在过去的 5 年中，高股息股票会为你带来超过市场 4%的利润，这样的研究结果比起投资推销员所告诉你的一个关于 5 年前投资股票赚得多少钱的故事更有分量。虽然通过大量的长期数据来检测投资策略是比较明智的，但是我们还是要提出以下两点告诫：

- 无论研究的时间有多长，且研究程度有多么细致，其得出的都是概率性的结论，而不是一个确定的结果。例如，在查看了过去 5 年间的高股息股票后，你可能会得出结论，高股息股票能够比低股息股票获得更多利润的可能性为 90%，但是你不能保证这个结果一定会出现。
- 每个研究都会受到市场随着时间而波动的影响。没有两个时期是完全相同的，你有可能在接下来的一段时期遇到从未见过的意外，而这些意外可能会使得久经考验的策略瞬间分崩瓦解。

建议七：数字也会撒谎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八诫：尊重市场

每一个投资策略都是与市场进行的一次赌博。当市场发生错误而你的决策是正确时，你将赢得赌注，但是市场通常会自行发现错误并对之加以修正。例如，参考一个购买低于账面价值股票的策略。你会认为这些股票被估价过低，而市场在为这些股票定价时出现了错误。为了获利，它不仅要求你必须能正确判断这一相关信息，而且还要求市场能够发现并改正这一错误。在此过程中，这些股票的价格会被推高，从而使得作为投资者的你能够获得利润。

虽然你可能要以自己的观点来确认市场的错误，但是较为明智的做法是首先拥有尊重市场的健康心态。虽然市场在为股票定价时确实会出现较大的错误，而且这些错误必定是非常引人注目的，但是市场在很大程度上亦吸引了大量持有各种不同观点和信息的投资者投入市场从而使得股票的价格达到了大致合理的水平。如果你的确发现了看似市场错误定价的投资机会，那么你首先应该假设市场价格是正确的，而你可能是在自己的分析中忽略了某些关键因素。只有在你排除掉所有这些错误估价的可能后，你才可以考虑利用错误定价的优势进行投资。

建议八：市场通常更可能是正确的，而不是错误的。

第九诫：认识自己

无论设计得多好的投资策略，如果它与你的偏爱和个性不匹配，那么对于投资者的你来说，它都是没有价值的。一个购买较高股息股票的策略对于税率不高且不爱冒风险的长线投资者来说或许是个不错的策略；但它却不适合税率等级较高的短线投资者。

在你决定采用任何投资策略之前，你应该考虑该策略是否适合你。一旦你决定采用它，你应该对其进行以下两个测试：

- 速动测试：如果你一直担心你的投资组合，而它的波动导致你夜不能寐，那么你该把它看作是一种信号，它反映了你所采用的策略对你来说风险太大了。
- 耐心测试：许多投资策略都是以长期策略的形式在市场上进行交易。如果你采用了这其中某个策略，而你却经常会事后批评自己并重新调整投资组合，那么说明你对等待该策略何时取得收成感

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到了不耐烦。

在长线投资里，这些错配的出现——无论是物质上还是经济上的——通常都没有好结果。

建议九：不存在适合所有投资者的最佳投资策略。

第十诫：运气压倒技术（至少在短期内）

金融市场里最使人沮丧的一课就是，对于像勤奋、耐心和准备充分等这些优点并不是永远都会有所回报的。在最后的分析里，你的投资组合是否能获利，你自身的掌控只能起到部分的作用，而运气在有些时候却是占有主导地位的。去年最成功的投资组合经理通常都不是拥有最好投资策略的人，而仅仅是（意外地）在合适的时间合适的地点碰巧成为了这样的人。事实是你投资越久，你的运气就越可能被消耗殆尽，从而你的真实能力就显现出来了；过去10年内最成功的投资组合经理比较不可能会出现这种情况，因为他们都很幸运。

作为一个投资者，你应该对你的成功和失败持半信半疑的态度。成功或失败都不过是你作为投资者的才能出众或平庸或者是你相关投资策略的质量好坏的一个反映而已。虽然运气的好坏是你无法掌控的，但你应该做好准备以便当它出现时可以很好地把握住它。

建议十：运气是需要花钱才能享用的。

结　论

要战胜市场并不是轻易就可以实现的，而且也必须付出一定的努力。在金融市场上，投资者们带着人类所具有的那些弱点，进行着信息收集和处理，从而对资产价值多少作出他们最佳的判断。毫无意外地，他们会犯错误，即使是那些相信市场是有效率的投资者，也承认这个现实。然而，有待解决的问题是，你是否可以利用这些错误的优势来获得比一般的投资者要好的表现呢？你能够评估你的投资策略的弱点，但前提是你必须做足功课，并且尝试着去避免这些弱点所造成的影响。如果你进行投资的时限较为短暂，那么你还将需要借助运气来获得成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“这是每一位投资者工具箱中的必备品。解剖投资神话是投资者的头等大事。本书对根深蒂固的投资信念进行了系统的批驳。它是投资者的警世书。”

——萨迪亚·普拉杜曼（美林公司小市值研究部副总裁）

揭露当今广为信奉的投资策略的真相

- 针对每个投资者的有益10课。
- 打破长期以来的市场神话。
- 高分红股票：比债券更好、更安全吗？
- 便宜的股票：便宜无好货？
- 要根据基本面、趋势，还是其他因素投资？

你可能已经听说过这些（甚至可能是从你的经纪人那里听到的），他们为你描述了一条“只赚不赔”、无风险的盈利之路……

听起来天花乱坠，但真的有效吗？你最终会得到答案。

本书的作者条分缕析地探究了目前广为人知的投资策略，客观地回答了你的经纪人无法回答的问题。

如果你希望作出聪明的投资决策，这本书不可或缺。

www.ft-ph.com

FT Prentice Hall
FINANCIAL TIMES







定价：39.80元

图书上架建议 投资证券股票

ISBN 7-111-18739-3/F · 3017

地址：北京市百万庄大街22号 邮政编码：100037
联系电话：(010).68326294 网址：http://www.cmpbook.com
E-mail:online@cmpbook.com